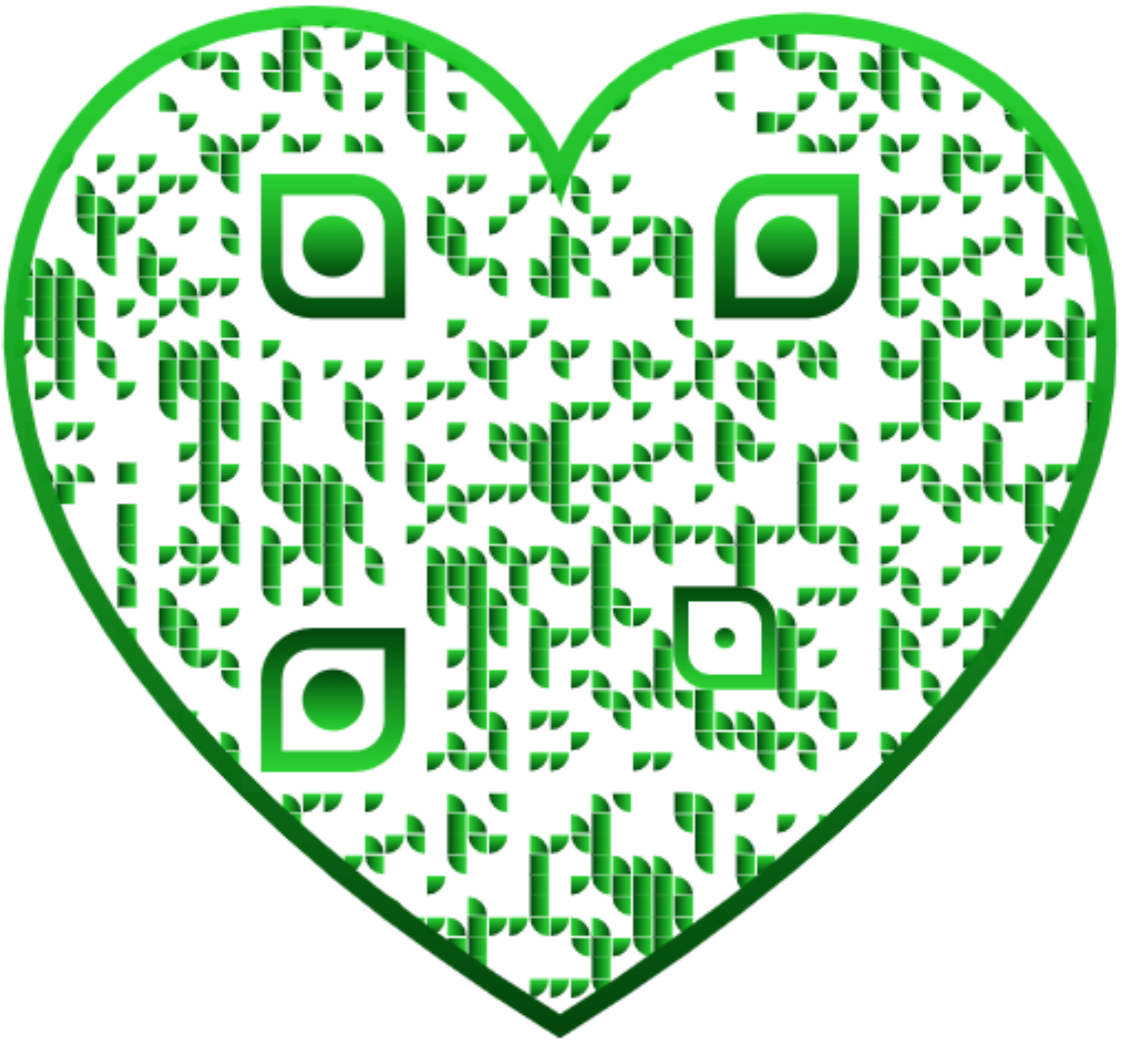
Économie et marchés financiers

Perspectives 2010-2020

THIERRY BECHU

EYROLLES
Éditions d'Organisation



Économie et marchés financiers
Perspectives 2010-2020

Éditions d'Organisation
Groupe Eyrolles
61, bd Saint-Germain
75240 Paris cedex 05

www.editions-organisation.com
www.editions-eyrolles.com

Directeur de collection : Thami Kabbaj

Dans la même collection :

Investir en Bourse : peut-on battre le marché ?,
Didier SAINT-GEORGES, 2007.

Le Code de la propriété intellectuelle du 1er juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée notamment dans l'enseignement provoquant une baisse brutale des achats de livres, au point que la possibilité même pour les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.
En application de la loi du 11 mars 1957, il est interdit de reproduire intégralement ou partiellement le présent ouvrage, sur quelque support que ce soit, sans autorisation de l'Éditeur ou du Centre Français d'Exploitation du Droit de copie, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris.

© Groupe Eyrolles, 2010
ISBN : 978-2-212-54478-7

Thierry Béchu

Économie et marchés financiers

Perspectives 2010-2020

EYROLLES
Éditions d'Organisation

« Tout ce qui ne me tue pas me rend plus fort. »

Friedrich NIETZSCHE, *Crépuscule des idoles*, 1888

Remerciements

Je tiens à remercier en premier lieu mon éditeur, sans qui ce livre n'existerait pas, et en particulier Thami Kabbaj et Juliette Dumont pour avoir soutenu et défendu ce projet.

Mes pensées vont aussi à mes collègues de la Société générale et à mes amis de l'AFATE, et tout spécifiquement à Jean-Charles Gand, Claude Mattern et Robert Haddad, qui m'ont abreuvé de sources pertinentes et d'idées judicieuses.

Je tiens aussi à témoigner toute ma gratitude à Olivier Maman, Julien Nebenzahl et Alexandre Czajkowski pour leur relecture exigeante et attentive ainsi que pour leurs critiques constructives.

Enfin, je remercie mon épouse et mes filles pour leur incroyable patience et leurs encouragements.

© Groupe Eyrolles

Sommaire

Introduction 1

Partie 1

Causes profondes de la crise

Chapitre 1 – Une nouvelle crise du capitalisme 11
Un capitalisme malade de la peste : une soif de profit jamais assouvie 11
Le problème de l'aléa moral 11
Aveuglement et « court-termisme » 14
Le partage salaire/profit 17

Chapitre 2 – Le marché immobilier américain et la crise des subprimes : simple déclencheur 25
Le marché des *mortgages* 25
Les subprimes 27

Chapitre 3 – Politique monétaire laxiste et endettement massif 31
Une politique monétaire laxiste 31
Une économie et un système financier abusant de l'effet de levier 33
La faillite de Lehman 34
Un système insoutenable : un schéma de Ponzi généralisé 36

Chapitre 4 – L'incontournable problème de la dette 39

Partie 2

Analyse des conséquences de la crise sur la société

Chapitre 5 – Conséquences immédiates des crises : une crise économique et sociale 47
Conséquences économiques 47

© Groupe Eyrolles

Conséquences sociales 50

Chapitre 6 – Repli sur soi et protectionnisme 53

L'arrêt de la mondialisation 56

Le protectionnisme 57

Chapitre 7 – Recherche de boucs émissaires et retour de la morale 63

Le rôle du bouc émissaire et la sainte révolte des opprimés 63

Le retour de la morale 66

Chapitre 8 – Omniprésence de l'État, tentation totalitaire et recrudescence des conflits armés 75

La remise en cause du libéralisme 75

Le retour du socialisme et la tentation totalitaire 78

Des conflits et des guerres 80

Partie 3
Perspectives économiques et monétaires

Chapitre 9 – Les bouleversements structurels et géopolitiques 85

La contrainte démographique 85

Le vieillissement des populations : facteur de déséquilibres 90

Une croissance démographique encore très forte au niveau mondial 92

Les incertitudes environnementales 93

L'eau 96

Destruction des écosystèmes et dérèglements en tout genre 99

Déclin et naissance des grandes puissances 101

Le déclin des États-Unis 102

La Chine 110

Chapitre 10 – Analyse et perspectives économiques et monétaires 115

Les politiques conjoncturelles d'accompagnement de la crise 115

Les solutions mises en place par l'État 115

Les politiques monétaires des banques centrales 118

Les perspectives économiques et monétaires 121

L'importance des cycles en économie 122

Les principaux cycles économiques 125

Le risque inflationniste 126

© Groupe Eyrolles

Les perspectives de croissance ... 143
Application de l'analyse des cycles à la croissance ... 143
Le retour des cycles économiques et la baisse durable de la croissance ... 147
Le retour de la volatilité de l'économie ... 148
Conclusion ... 158

Partie 4
Perspectives sur les marchés financiers

Chapitre 11 – Finance et investissement ... 163
Une brève histoire de l'innovation financière ... 163
Quelle forme d'investissement pour demain ? ... 165
Chapitre 12 – Les obligations d'État ... 169
Perspectives fondamentales ... 169
Analyse graphique ... 172
Chapitre 13 – Les matières premières ... 181
Évolution récente des matières premières ... 181
Une classe d'actifs pas comme les autres ... 184
Analyse graphique ... 191
Le marché de l'or ... 192
Le pétrole ... 198
Les matières premières agricoles ... 204
Chapitre 14 – Les devises ... 209
Des changements majeurs ... 210
Les devises phares menacées ... 212
L'attractivité des devises émergentes ... 214
Analyse graphique ... 214
Chapitre 15 – Le marché actions ... 223
Vers un repositionnement du marché actions ... 223
Le grand retour des obligations d'entreprises ... 226
Volume et durée de détention des actions ... 228
Le bel avenir des actions est derrière nous… ... 230

© Groupe Eyrolles

Analyse du marché américain 231
Environnement fondamental médiocre et tension des primes de risque 232
Le cycle baissier commence en 2000 234
Durée du bear market *et cycles boursiers* 234
Analyse graphique du marché américain 240
Le marché français et le CAC 40 247
Le CAC 40 depuis 1854 247
L'intégration des dividendes 250
Volatilité à long terme 252
Analyse graphique 253

Chapitre 16 – Le marché immobilier 257

Conclusion générale 263

Bibliographie 269

Index 271

© Groupe Eyrolles

Introduction

La crise ferait vendre ! C'est en tout cas le constat que peuvent se faire nombre de libraires depuis 2008 : près d'une centaine d'ouvrages sur le sujet auraient déjà été publiés… Pratiquement tout a été dit sur elle : comment, pourquoi, à cause de qui et de quoi… Les chroniqueurs et les donneurs de leçons se sont déchaînés !

Je n'ai donc pas trouvé beaucoup d'intérêt à réexpliquer la genèse (certains l'ont très bien fait) ou à condamner de nouveaux vrais coupables… Ce livre a une motivation : entrevoir l'avenir, d'où la nécessité de comprendre les conséquences de la crise, désigner et apprécier les bouleversements possibles et les perspectives les plus probables sur les marchés financiers, l'économie, mais aussi la société. C'est donc principalement un livre d'anticipation et de prospective qui ambitionne de dégager les grandes lignes que la crise imposera à nos sociétés, tant du point de vue social et politique que du point de vue monétaire, financier et économique.

Les désordres économiques et financiers apparus au cours de l'année 2008 ne se limiteront pas au seul domaine économique, mais auront des répercussions visibles sur la société tout entière. En tant que fervent utilisateur et spécialiste de la finance comportementale et de l'analyse graphique, je suis convaincu de la très haute influence des mécanismes psychologiques dans les décisions des agents économiques. En période de crise, la dimension psychologique devient déterminante, tant au niveau de l'individu qu'au niveau des groupes.

© Groupe Eyrolles

La finance et l'économie comportementale ainsi que l'analyse graphique sont une application de la psychologie aux domaines de l'économie et de la finance. Ces théories s'opposent aux théories classiques d'efficience des marchés et de rationalité des individus. La psychologie individuelle (par l'intermédiaire de biais cognitifs ou par les influences émotionnelles…) ainsi que les mécanismes de la psychologie collective (manipulation, mimétisme…) impliquent des prises de décisions non linéaires et parfois contraires à l'intérêt de l'individu ou du groupe. La psychologie influence tous les agents économiques et sociaux dans leurs décisions, et l'État, gouverné par des individus, n'échappe pas à ce processus.

Dans le cadre d'une crise majeure, les comportements des agents agissent directement sur la façon d'organiser la société : l'effondrement économique est une menace majeure pour la stabilité des États. L'histoire est cyclique en ce sens qu'elle alterne des phases de croissance économique, convergeant vers plus de liberté et de démocratie, avec des phases chaotiques de doute et de remise en cause de son fonctionnement général. Pendant ces périodes troublées, le modèle économique est questionné, et avec lui le modèle social et moral qui le supporte. Si le capitalisme est aujourd'hui vilipendé, les bases mêmes de la société sont touchées.

L'analyse technique regroupe un ensemble de méthodes qui ont pour but d'observer les graphiques boursiers pour ensuite anticiper les tendances à venir. Un des grands principes fondateurs de cette théorie repose sur le fait qu'il existe des configurations spécifiques, clairement identifiables, qui permettent, une fois qu'elles ont été validées, de déterminer des scénarios sur la tendance du marché considéré.

Aujourd'hui, à un niveau beaucoup plus large, je considère que la crise présente une configuration particulière, déjà observée dans le passé, qui suppose le déclenchement d'un ensemble de

© Groupe Eyrolles

comportements et de phénomènes spécifiques aux périodes de crise. La crise économique et financière que nous vivons n'est pas anodine. Le monde en connaît environ une à deux par siècle et l'histoire nous offre un formidable repère pour apprécier les directions les plus probables que la société pourrait prendre.

Bien sûr, chaque époque est particulière et ne peut connaître une évolution similaire à la crise précédente. Les hommes apprennent et retiennent certaines leçons de l'histoire. C'est pourquoi aucune crise n'est semblable. Néanmoins, l'histoire se répète, certes chaque fois de façon différente, mais les pathologies de la crise et de sa résolution sont là, immuables. La raison principale est que la crise déclenche un ensemble de réactions de peur et potentiellement de panique de la part des foules. Ces réactions sont inévitables dans un environnement d'incertitude majeure et conduisent à un ensemble de décisions en cascade de la part des différents pouvoirs influents qui rétroagissent ensuite sur les comportements des individus. L'histoire est une aide pour nous éclairer sur notre avenir le plus probable.

Il semble bien que la fin d'un monde bipolaire après l'effondrement du bloc soviétique dans les années 1990 a permis d'éloigner et de réduire considérablement le sentiment de peur et d'incertitude dans nos sociétés (et ce, même en dépit des craintes liées au risque terroriste). Cela a facilité l'amorce d'une folle accélération de phénomènes de société dans un nombre très important de domaines dépassant le seul cadre économique et financier : avènement d'un monde universellement libéral et financiarisation de l'économie (mondialisation et mise en place d'une concurrence rude et implacable entre les économies et la main-d'œuvre salariée, dérégulation des marchés et des contraintes, hyperconsommation, explosion des cours de Bourse…), mais aussi de phénomènes politiques (reconnaissance du libéralisme comme seul régime économique possible, montée en flèche de la démocratie à travers le monde – Europe centrale, Amérique du Sud, Asie… –, géopolitique multipo-

© Groupe Eyrolles

laire…), sociaux (effondrement paradoxal du nombre d'heures de grève et de la force syndicale, affaiblissement du combat politique, plus grande individualisation des sociétés…) et sociétaux (assouplissement, relâchement des mœurs, transformation radicale des modes de communication et bouleversement des modèles passés…). Toutes ces tendances ont probablement connu des extrêmes et des excès. Le retour de la peur et de l'incertitude économiques dans nos sociétés devrait entraîner l'inflexion d'un certain nombre de ces tendances et, dans certains cas, leur rupture, c'est-à-dire leur retournement, l'évolution dans une direction opposée à celle que nous avons connue pendant plus de vingt ans dans des domaines qui dépassent l'économie comme les mœurs ou la politique.

Les deux piliers qui régissent les pulsions primitives de tout être vivant sont la peur et le désir (pulsions de mort et de vie). À partir de ces deux pulsions de base, un ensemble de comportements et de caractères psychologiques se construisent et se développent : ils sont parfois complexes et subtils, mais leur source est commune. Une société se construit aussi autour de ces mêmes pulsions. Une dictature se construit autour de la peur, tandis qu'une démocratie bienveillante se développe sur le thème du désir. Depuis la fin de la guerre froide et plus encore depuis la chute du mur de Berlin, le monde s'est développé sur la thématique du désir (liberté, consommation, communication, mondialisation…). Aujourd'hui, la crise fait s'évanouir cette pulsion de désir au profit de la peur : le monde se met progressivement à vivre avec la peur. Peur et désir peuvent coexister, mais il semble bien qu'après ces années où le désir était roi, la peur revienne s'installer dans nos sociétés et dans nos esprits. Elle guidera tout un ensemble de décisions et de pratiques, elle affectera tous les niveaux de la société.

L'objet de ce livre est donc de déterminer des scénarios futurs sur les changements qui se manifesteront. Dans la partie consacrée à l'exposé des causes profondes de la crise, nous expliquerons

© Groupe Eyrolles

qu'un ensemble d'excès ont été commis. Le curseur a été poussé très loin, trop loin en termes d'inégalités, de libertés apparentes, de comportements dénués de moralité. La résolution de la crise pourrait se traduire par une formidable remise en cause de ces excès et très probablement par un retour de balancier tout aussi excessif. Bien comprendre les causes de la crise, c'est certainement se donner les moyens d'apprécier les éléments qui ont le plus de chances de changer fortement dans les années qui viennent. Nous verrons que ce principe de retour du curseur vers le point de départ, et potentiellement bien au-delà, s'applique tout aussi bien à la société qu'à l'économie et aux marchés financiers. Il s'agit d'un phénomène de civilisation qui englobe donc tous les aspects de notre vie. Notre société doit et va se refonder, se « reformater » sur les décombres de tout un ensemble de valeurs qui jusqu'à présent formait le socle du développement de nos sociétés. De nouvelles valeurs, ou des valeurs momentanément oubliées, vont resurgir et aider à recréer une base durable à la stabilité et à un développement nouveau de notre civilisation. La crise marque ainsi un point d'inflexion majeur dans l'histoire de nos sociétés. La crise et ses implications ne peuvent donc pas se réduire à la seule économie et aux seuls marchés financiers, elles s'étendent et se prolongeront bien au-delà, modifiant et parfois bouleversant l'organisation de la société et notre façon de vivre et de penser.

La première partie de cet ouvrage abordera essentiellement ce que je considère comme les causes profondes de la crise économique et financière, qui est aussi, on le verra, une crise morale.

En s'appuyant sur des références historiques, la deuxième partie s'intéressera principalement aux conséquences que la crise devrait entraîner dans notre société et aux nouvelles valeurs dominantes qui pourraient influencer l'ensemble de celle-ci.

En considérant les principales décisions prises jusqu'à présent, en analysant les éléments structurels qui affecteront le monde

© Groupe Eyrolles

(démographie, environnement…) ainsi qu'en s'appuyant sur l'analyse des cycles historiques économiques et monétaires, la troisième partie présentera les changements probables que l'on devrait observer dans l'économie, essentiellement en termes de croissance et d'inflation.

Forte des conclusions des parties précédentes, la dernière partie de ce livre étudiera les principales classes d'actifs et proposera des scénarios et des perspectives pour les grands marchés financiers à l'horizon de la prochaine décennie. Elle combinera des considérations fondamentales reposant en partie sur les conclusions des parties précédentes et des prévisions de marchés établies à partir d'analyses graphiques.

© Groupe Eyrolles

Partie 1

Causes profondes de la crise

Les mois et les années à venir vont s'accompagner de changements profonds qui vont parfois considérablement modifier notre vie quotidienne, notre façon de vivre et très certainement de penser. Alors que pendant près de trois décennies nous avons évolué lentement, progressivement, vers l'acceptation d'un monde de plus en plus libéral, la crise de cette fin de décennie fait vaciller de façon déjà très tangible ce qui était devenu une façon de penser et d'être.

Il ne s'agit pas d'une simple altération ou d'une modeste bifurcation mais bien d'un changement majeur qui va bouleverser notre civilisation. Rien ne sera plus jamais comme avant. Cette phrase dont beaucoup ont usé et abusé à n'importe quel propos prend aujourd'hui tout son sens.

Le monde est allé très loin dans une certaine conception du capitalisme et du libéralisme. Trop loin. Jusqu'à l'écœurement, jusqu'à la crise. Le retour de balancier sera violent, certainement impossible à contrarier. Il faudra s'y faire, le comprendre, l'accepter puis enfin vivre (bien) avec.

En psychologie, le changement est associé à des modifications irréversibles et à la perte de quelque chose. Il entraîne naturelle-

© Groupe Eyrolles

ment des troubles, des rejets, des réactions parfois violentes. Elisabeth Kübler-Ross a notamment étudié le travail de deuil et relève l'existence de cinq phases distinctes dans le processus d'acceptation d'un changement :

- la première phase est le déni, le refus de comprendre : c'est le rejet catégorique des événements en cours ;
- suit une phase dite de résistance : elle se manifeste de trois manières distinctes (l'inertie – absence de réaction –, l'argumentation – on essaie de discuter les éléments du changement, la révolte et le sabotage –, le rejet avec usage possible de la violence). Les phases qui suivent amorcent l'idée d'une certaine forme d'acceptation ;
- la troisième phase – la décompensation ou la dépression – amorce en effet l'arrêt de toute résistance (abdication) et le début du travail de deuil (accepter la perte de ce qui était et qui ne sera plus). Concernant la crise actuelle, cela signifie que celle-ci est bien identifiée et que son impact sur notre vie quotidienne commence à être intégré ;
- elle laisse ensuite la place à la phase la plus longue dite de résignation ou d'acceptation. L'individu cherche alors à se conforter en acceptant progressivement les changements. On trouve souvent pour cela des objets facilitant l'acceptation. Par exemple, comme nous le verrons plus loin, le recours aux boucs émissaires est une aide sérieuse. La crise aurait ainsi du bon si elle permettait de punir ceux qui sont supposés l'avoir causée ;
- enfin, la phase d'intégration permet à l'individu d'intégrer les changements et donc de s'adapter au nouvel environnement. C'est seulement à partir de là qu'une nouvelle dynamique positive peut se mettre en place.

Chacun pourra situer sa propre position face à la crise actuelle. Il est probable qu'en moyenne elle se situe entre la troisième et la quatrième phase. L'objectif de ce livre est aussi de donner les

© Groupe Eyrolles

éléments qui permettront de se diriger le plus sereinement possible vers la phase d'intégration.

L'ambition de cette première partie est d'expliquer les raisons majeures qui ont conduit à la crise que nous connaissons et pourquoi elle atteint une telle ampleur. Nous présenterons le principe de l'aléa moral et du court-termisme qui constituent les déterminants cruciaux ayant conduit aux dérives du système. Nous montrerons pourquoi la crise des subprimes et du marché immobilier n'ont été qu'un catalyseur de la crise. Enfin nous expliquerons que, du point de vue économique et monétaire, le principal responsable a été la politique laxiste de la Réserve fédérale. Nous conclurons par le problème essentiel à résoudre au cours de ces prochaines années : la dette colossale engendrée par des années d'excès et de laxisme monétaire.

© Groupe Eyrolles

Chapitre 1

Une nouvelle crise du capitalisme

Après plusieurs mois de crise, la critique du capitalisme est sur toutes les langues. On reproche au système libéral tous les maux de la situation actuelle. Il était porté aux nues et voilà qu'on l'exècre… Que s'est-il passé ? Quel dérèglement a pu provoquer un dérapage aussi peu prévisible ?

Beaucoup de raisons peuvent être invoquées : nous en avons retenu deux qui nous semblent essentielles et complémentaires. La première est la recherche de profit à tout prix et la seconde repose sur la baisse ininterrompue des salaires à l'avantage des profits dans le partage de la valeur ajoutée.

Un capitalisme malade de la peste : une soif de profit jamais assouvie

Le problème de l'aléa moral

L'aléa moral (*moral hazard*) est un concept issu de la finance comportementale qui considère l'existence d'une asymétrie d'information et de risque entre deux contractants. Par exemple, un individu couvert par une assurance aura plus facilement tendance à prendre des risques car il sait qu'il sera remboursé en

© Groupe Eyrolles

cas de dommages, d'où l'application de dispositifs comme les franchises qui visent justement à rééquilibrer le contrat. Par extension, l'aléa moral s'applique à toute situation pouvant révéler un système pervers conduisant à des comportements abusifs. Dans la vie de tous les jours, l'aléa moral se retrouve dans le comportement de certains convives qui, quand ils savent qu'ils sont invités à déjeuner, choisissent les mets les plus chers, montrent leur érudition en sélectionnant les meilleurs vins, ajoutent une entrée et un dessert alors qu'ils se contentent volontiers d'un plat et d'une carafe d'eau quand ils doivent assumer tout seuls la facture…

La finance regorge de situations où l'aléa moral est manifeste. Les banques ont ainsi appliqué un système de rémunération très déconcertant à de nombreux salariés (traders, *market makers*, structureurs, gérants, vendeurs…). Tout était construit autour du dogme du profit à court terme. Chacun recevait un pourcentage des profits réalisés à partir de capitaux engagés par la banque. La prise de risque effrénée devenait payante. Honneurs et argent revenaient naturellement à ceux qui prenaient le plus de risque et savaient le domestiquer. Comme le souligne Nassim Taleb, la récompense n'allait pas aux plus prudents et à ceux capables de faire un travail sérieux sur une longue période mais à ceux capables de pousser très loin leur avantage. Une seule bonne année pouvait suffire pour s'assurer une tranquillité financière à vie. L'asymétrie entre le risque pris (bonus nul voire perte d'emploi) et l'espérance de gain (bonus pharaonique) favorisait naturellement des comportements excessifs, dangereux et irresponsables.

Il n'est bien sûr pas étonnant de constater que les secteurs qui ont le plus pratiqué cette dérive sont ceux qui ont connu des bulles spéculatives : le secteur technologique et le secteur financier.

Dans l'industrie, les propriétaires capitalistes exigent par nature des rendements et des profits le plus élevés possible. Cela a toujours été et sera toujours. C'est une clé de voûte du système

© Groupe Eyrolles

entrepreneurial capitaliste. Il a toujours fonctionné, et plutôt assez bien, sans déclencher des crises économiques majeures. Ce n'est donc pas ce système qui est en cause mais sa formidable déformation entamée dès les années 1980. À partir de cette période, correspondant à l'avènement de Ronald Reagan, les dirigeants d'entreprise commencent à être directement intéressés aux profits des entreprises via le système des stock-options. Dès lors, les dirigeants vont tout faire pour tirer avantage de cette opportunité et ils y parviendront extrêmement bien. Leur rémunération va ainsi exploser et certains d'entre eux vont devenir richissimes. À titre d'exemple, en 1970, le salaire des dirigeants des grandes entreprises américaines était égal à environ trente fois le salaire moyen. La proportion dépassait les trois cents fois en 2007.

Pour parvenir à ce résultat, ils ont contribué à une explosion des profits en les recherchant parfois à n'importe quel prix, favorisant ainsi la prise de risque, orientant leurs décisions pour flatter les investisseurs de façon à favoriser la hausse des cours de leurs actions. Il y a certainement eu une forme de détournement du système capitaliste par les dirigeants pour favoriser un accroissement des cours de Bourse, principal vecteur d'accession à la fortune.

Le système capitaliste aurait donc dérapé par « excès de générosité », c'est-à-dire par redistribution d'une partie des profits en faveur des dirigeants. Or, dans la logique capitaliste, l'entrepreneur prend des risques sur son propre capital et les profits sont là pour rémunérer cette prise de risque. Cela est assez sain et fonctionne plutôt bien, dès lors que des règles d'encadrement sont présentes. Il se trouve que la participation des dirigeants aux profits a déséquilibré le système puisque les gains réalisés n'étaient plus liés à une prise de risque effective. Cette déformation entre la prise de risque effective (la perte éventuelle de travail) et la perspective de gains potentiellement colossaux (gagner plusieurs dizaines voire plusieurs centaines de millions de dollars) a conduit aux excès que l'on connaît. Il y

© Groupe Eyrolles

avait là ce que les Anglo-Saxons appellent un *free lunch* (un repas gratuit), c'est-à-dire une option gratuite sur la fortune.

L'aléa moral a donc en partie rongé le capitalisme. Rien de très surprenant alors de voir aujourd'hui l'acharnement des dirigeants politiques à réglementer la rémunération des patrons et des traders. Ils ont clairement identifié la dérive pernicieuse de ce système de rémunération.

Mais peut-on raisonnablement accabler les financiers et les hommes d'affaires d'avoir voulu tirer profit d'une situation attractive ? N'est-il pas dans la nature humaine d'être assoiffée de richesses et de pouvoir ? Si l'homme n'était pas doué d'un penchant certain pour l'avidité, l'humanité n'aurait sûrement pas progressé comme elle l'a fait jusqu'à présent. Il est donc assez ridicule et un peu court de s'attaquer à la nature humaine. Tout quidam ne dispose pas d'une moralité indiscutable et le fait d'évoluer dans un environnement très attaché aux valeurs matérialistes le prive rapidement de toute sa vigilance (confronté à un phénomène de foule, l'individu se conforme rapidement aux lois et aux façons de penser de la foule, ici la communauté financière). S'il faut trouver un coupable, il n'est sûrement pas ici. Le vrai coupable est celui qui a laissé faire alors qu'il avait l'autorité de contrôle et l'obligation morale d'intervenir. Par manque d'autorité, par faiblesse, par complaisance, par inadvertance, par incompétence, les autorités de contrôle et de régulation ainsi que les autorités politiques et monétaires n'ont pas joué leur rôle. Elles ont failli à leur obligation. Il est assez désarmant de voir aujourd'hui avec quelle hargne les autorités politiques dans leur ensemble fustigent ceux qui ont abusé d'un tel système.

Aveuglement et « court-termisme »

Une des caractéristiques essentielles de l'aléa moral repose aussi sur le conflit d'intérêts qui existe entre le gain à court terme que

© Groupe Eyrolles

l'on peut tirer d'une situation et son intérêt effectif à long terme. Notre société a clairement basculé à l'avantage du profit à court terme au détriment du long terme. Ce biais en faveur de l'immédiat, le « court-termisme », a conduit à un aveuglement dans bon nombre de choix stratégiques et sociétaux. En renonçant à prendre le temps d'analyser les conséquences à long terme de tout un ensemble de décisions, les dirigeants économiques, financiers, culturels et politiques ont mis le doigt dans un engrenage complexe et pernicieux. Aux résultats parfois calamiteux, comme cela a été le cas pour la finance ou l'environnement.

Cet aveuglement au profit du court terme s'est propagé à de nombreux niveaux de notre société. Les décisions de gestion de nombreuses entreprises et un certain nombre de choix politiques ont été guidés par ce biais. Beaucoup de décisions difficiles ont été repoussées à plus tard : le financement du régime des retraites a clairement souffert d'une absence de décision lucide et ainsi, pour éviter tout conflit et ne pas perdre d'électeurs, les décisions politiques n'ont pas été à la hauteur de l'enjeu, préférant laisser à plus tard le règlement du problème qui, année après année, devient de plus en plus inextricable. Certains pays souffrent d'un déficit budgétaire abyssal, fardeau que devront payer les générations futures qui, elles, ne votent pas encore… Le manque ou l'absence de réaction ou de ligne politique claire sur certains dossiers de sociétés sont difficilement compréhensibles : en matière d'environnement (où en est-on de l'eau, de l'utilisation des engrais et des pesticides, de la culture des OGM… ?) ou sur des sujets de santé publique (l'absence de politique sérieuse contre l'obésité – selon les pays, 10 à 20 % de la population est touchée par ce fléau de civilisation – serait-elle due à une certaine complaisance face à des lobbies puissants de l'industrie agroalimentaire ou à un simple laisser-faire coupable ?). Les exemples sont nombreux. Récemment, la privatisation de nombreuses sociétés du service public (eau, gaz, électricité, télécommunications…) a participé à cet abandon de

© Groupe Eyrolles

l'État en faveur de l'initiative privée sans aucune garantie sur la qualité du service qui en découlera (si ces entreprises deviennent souvent plus profitables, la qualité de leurs services s'en ressent). Profits à court terme pour l'État qui encaisse de confortables plus-values, dégradation du service à long terme pour de nombreux usagers.

Le secteur des médias fournit une illustration de l'effondrement culturel dans lequel ont plongé la majorité des médias et notamment la télévision, avide de profits à court terme et esclave de l'audimat. Dès le jour de lancement, de nombreux films sont condamnés et disparaissent des écrans la semaine suivante, en dépit de leur qualité intrinsèque. On ne laisse plus la chance au produit, le succès doit être immédiat et le profit palpable instantanément. Séduire ou mourir. Face à cette dictature de l'audimat, les médias se livrent une course effrénée à la médiocrité et au sensationnel. L'affaissement culturel et spirituel de nos sociétés en est l'amer résultat.

Au final, le résultat est le même : stagnation et régression de la culture et de la connaissance pour les masses (abêtissement médiatique) face à une élite culturelle et dirigeante toujours aussi cultivée et à l'abri des marais télévisuels. L'écart culturel entre l'élite et les masses continue de se creuser. Nous pourrions prendre de nombreux exemples pour démontrer que l'aléa moral et le « court-termisme » se sont bel et bien emparés de notre société et que le résultat en est affligeant. Il n'a fait qu'accroître l'écart entre les élites et le reste de la population diminuant dans les faits la réalité d'une véritable mixité sociale. Le secteur financier est aujourd'hui la partie émergée de l'iceberg « aléa moral ». Il faudra aussi réagir rapidement et prendre des mesures efficaces pour que notre société ne sombre pas dans cette dérive du « court-termisme ».

© Groupe Eyrolles

Le partage salaire/profit

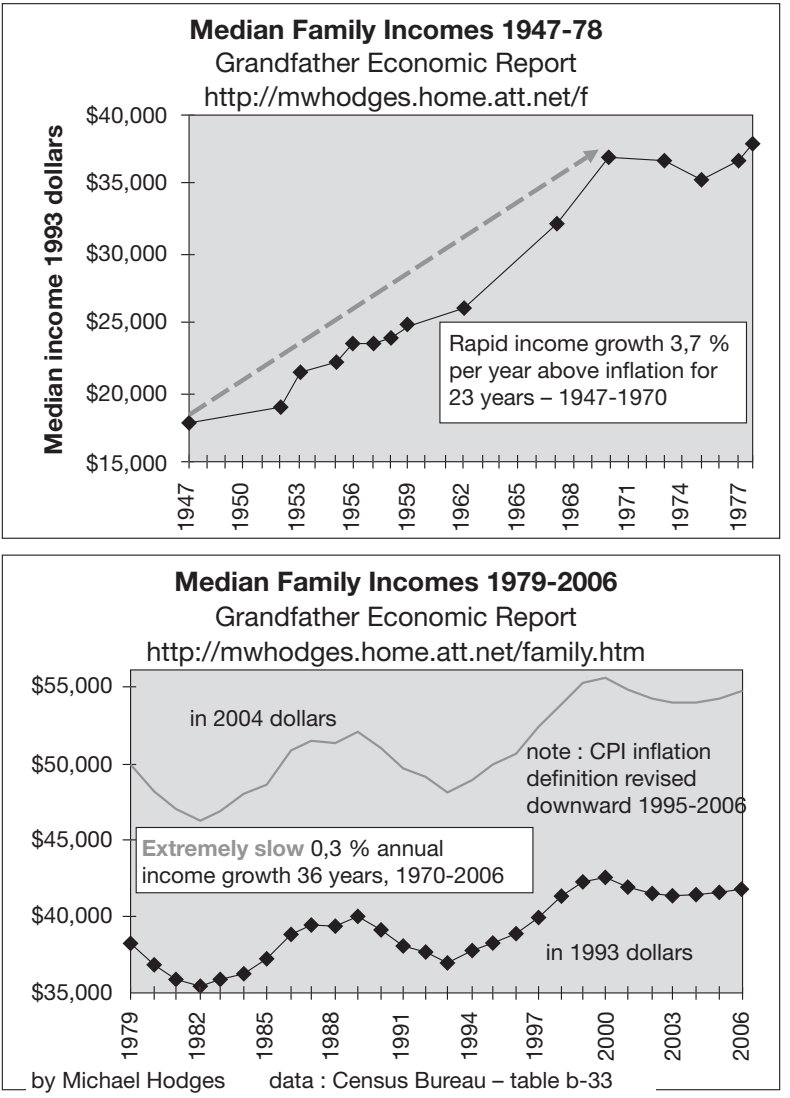
Une des particularités de la période 1980-2008 est la baisse quasi régulière de la part des salaires et *a contrario* la hausse tout aussi régulière de la part des profits dans le partage de la valeur ajoutée entre salaires et profits. Les années 1970 avaient été marquées par de nombreuses luttes sociales à travers le monde qui avaient permis des augmentations assez sensibles des salaires. À partir des années Reagan, le libéralisme reprend ses droits et va progressivement permettre aux capitalistes de reconquérir ce qu'ils avaient « lâché » aux salariés. La hausse des profits s'affirme d'année en année pour atteindre des seuils de croissance encore jamais vus dans certains secteurs de l'industrie. Mais le salarié semble être devenu l'éternel oublié de cette embellie. Le salaire réel progresse peu voire stagne sur la dernière partie de la période. Pire, le salarié est souvent la victime de cette recherche du profit : la loi des délocalisations fait rage et le salarié occidental endosse à regret le manteau de la victime.

La période 1980-2008 est marquée par un retour puissant des inégalités, ce qui contraste avec la tendance historique vers plus d'égalité et de protection sociale. Les indicateurs statistiques qui mesurent la concentration des revenus et de la richesse (coefficient de Gini) montrent que ce mouvement a commencé aux États-Unis dès les années 1970 et seulement au début des années 1990 en France.

Comme l'indique le graphique 1.1, le revenu familial médian aux États-Unis (caractéristique des classes moyennes) a pratiquement stagné en dollars constants depuis 1977 (et il est en baisse depuis le début 2000) alors qu'il avait plus que doublé pendant la période précédente équivalente (1947-1977). Ce qui constitue une preuve supplémentaire de la mise à l'écart des classes moyennes et inférieures dans le partage des richesses.

© Groupe Eyrolles

Graphique 1.1 – Revenu médian des familles américaines entre 1947 et 1978 puis entre 1979 et 2006

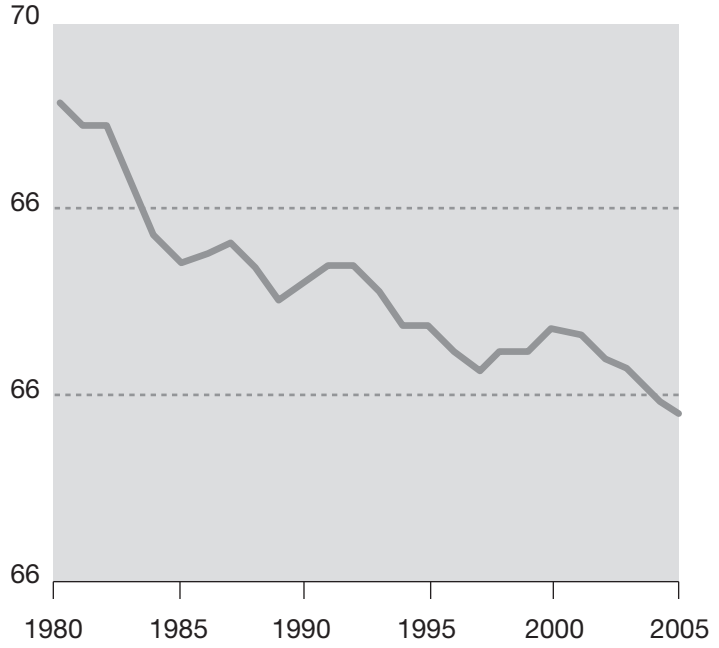


(Source : Census Bureau.)

© Groupe Eyrolles

Le graphique 1.2 montre la part des salaires dans le PIB des pays développés. Elle passe de près de 69 % en 1980 à un peu plus de 61 % en 2005. Il s'agit donc d'une diminution assez considérable. La très forte croissance constatée sur toute la période a très peu profité aux salariés.

Graphique 1.2 – Part des salaires dans le PIB des pays développés



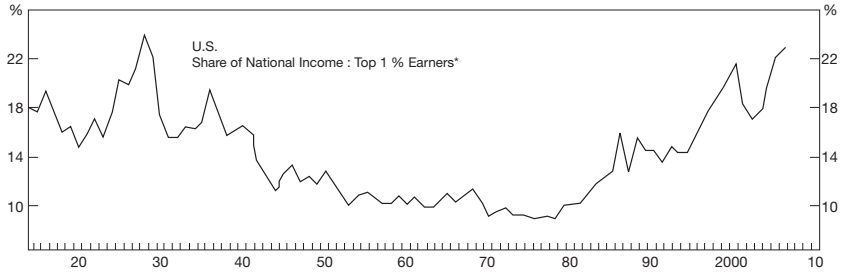
(Source : FMI.)

Ce phénomène se retrouve dans l'ensemble des pays occidentaux. Le graphique 1.3 représente la part de revenu encaissée par le premier centile le plus riche aux États-Unis. Il montre le point d'inflexion particulièrement clair au début des années 1980 (Reagan, Thatcher, Delors…) et l'envolée jusqu'aux cimes des années 1930. En 2007, le premier centile percevait plus de 22 %

© Groupe Eyrolles

du revenu total tandis que le revenu médian reculait légèrement depuis la fin des années 1990.

Graphique 1.3 – Revenu en pourcentage du PIB du premier % le plus riche aux États-Unis



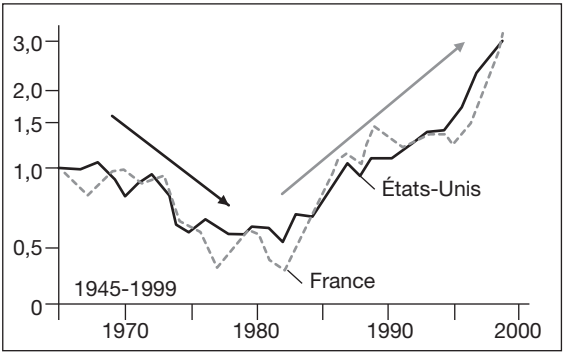
(Source : IRS.)

Le graphique 1.4 confirme cette tendance et montre également que le début des années 1980 correspond aussi à l'amorce du *bull market* sur les actions. Mais le graphique du bas montre un élément beaucoup plus étrange en apparence : alors que la part des salaires n'a cessé de refluer, la part de la consommation des ménages dans le PIB, elle, a conservé une tendance croissante très régulière jusqu'à se retrouver sur des sommets encore jamais vus en début de millénaire. Comment les salariés ont-ils pu à la fois voir leur salaire baisser en relatif et consommer de façon croissante ? Cet effet de ciseau est le nœud gordien des difficultés que nous connaissons.

Bien sûr, il n'y a là rien de magique : cela signifie simplement que le salarié a consommé plus qu'il ne gagnait, et cela, grâce à la magie du crédit.

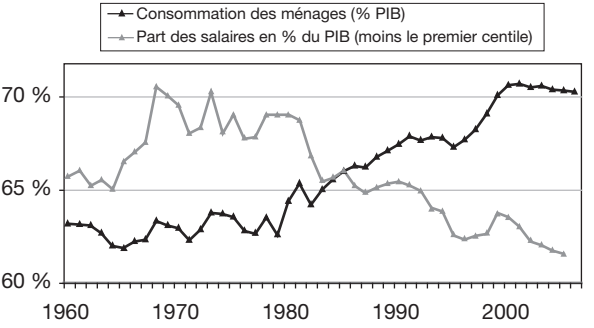
© Groupe Eyrolles

Graphique 1.4 – Performance boursière, part des salaires dans le PIB et croissance de la consommation aux États-Unis



Cours déflatés de la Bourse (1965 = 1)

Part des salaires USA
et croissance
de la consommation
(en % du PIB)



(Source : Ian Dew-Becker & Robert Gordon, Université de Sherbrooke.)

© Groupe Eyrolles

En France, le patrimoine des plus riches a augmenté sensiblement (plus de 40 % pour les cinq derniers déciles) tandis que les catégories les plus pauvres voyaient leur patrimoine stagner en euros (entre 1 % et 8 % de hausse pour les trois premiers déciles) et baisser en valeur réelle après correction de l'inflation (cf. tableau 1.1).

Tableau 1.1 – Patrimoine moyen des Français par décile entre 1997 et 2003

Patrimoine moyen par décile	en euros		
	1997	2003	
Inférieur 1er décile	339	354	4 %
Entre 1e et 2e décile	2 123	2 137	1 %
Entre 2e et 3e décile	7 769	8 357	8 %
Entre 3e et 4e décile	24 922	30 843	24 %
Entre 4e et 5e décile	56 768	76 835	35 %
Entre 5e et 6e décile	83 229	116 801	40 %
Entre 6e et 7e décile	110 500	155 295	41 %
Entre 7e et 8e décile	145 857	204 937	41 %
Entre 8e et 9e décile	211 276	298 051	41 %
Supérieur au 9e décile	552 657	755 406	37 %
Rapport patrimoine moyen des 10 % d'individus au patrimoine le plus élevé / patrimoine moyen des 10 % d'individus au patrimoine le moins élevé	**1 631,6**	**2 134,5**	

(Source : Insee, enquêtes Patrimoine 1998 et 2004.)

© Groupe Eyrolles

Ces valeurs se sont amplifiées après 2003. La France est plutôt bien placée dans l'équité des richesses et dans leur progression : les classes moyennes supérieures (cinquième décile et au-delà) s'enrichissent autant que le dernier décile. Cela est principalement dû à la hausse de l'immobilier, élément essentiel du patrimoine des Français. En revanche, dans les pays anglo-saxons, l'écart constaté dans les variations du patrimoine est fortement à l'avantage des plus riches.

Alors que les salariés s'étaient battus dans les années 1970 pour conquérir leur pouvoir d'achat, ils ont été très passifs dans l'écrasement progressif de leur participation à la croissance parce que le crédit permettait de le compenser largement. Le crédit a joué un rôle de pacification sociale et cela semblait satisfaire tout le monde : les salariés avaient un accès unique à la grande société de consommation et les capitalistes voyaient leurs profits exploser en relatif, et aussi en absolu, grâce à l'explosion de la consommation. Un schéma « win-win » qui convenait à tous : l'apothéose du système libéral ! Des voitures et des télés pour tous, des profits gigantesques pour la classe dirigeante, et tout cela dans la paix sociale ! La paix sociale achetée à crédit !

Malheureusement, cette situation est à la source de la création de déséquilibres colossaux. Tout d'abord, cela a amorcé le développement d'une dette abyssale dont nous analyserons plus loin les conséquences. Ensuite, cela a créé des déséquilibres financiers d'ordre géopolitique : pratiquement, c'est en grande partie la Chine qui a financé ces déséquilibres en prêtant son excès d'épargne aux consommateurs américains. Ce qui lui a permis de construire en quelques années la plus grosse réserve de change jamais vue (près de 2 trillions de dollars).

La crise des subprimes a mis en évidence l'insoutenable construction de ces déséquilibres.

© Groupe Eyrolles

Chapitre 2

Le marché immobilier américain et la crise des subprimes : simple déclencheur

La fameuse crise des subprimes a souvent été désignée comme l'explication de la crise et parfois comme sa simple expression. Dans les faits, elle n'a été que le déclencheur d'une crise beaucoup plus large, la crise d'un certain capitalisme. Toutefois, elle est aussi le révélateur d'excès irresponsables et dénués de moralité, caractéristiques de cette ère nouvelle du libéralisme. Mais la crise des subprimes est avant tout la crise du marché immobilier dont l'explosion de la bulle spéculative a entraîné des pertes énormes non seulement du côté des ménages mais aussi du côté des prêteurs. Le fonctionnement du *mortgage* américain qui a permis l'endettement des ménages est en premier responsable.

Le marché des *mortgages*

Une des caractéristiques du marché immobilier américain est la possibilité de renégocier son emprunt auprès des banques de façon extrêmement souple. Par exemple, si les taux baissent, il est très fréquent de venir renégocier son prêt pour faire baisser ses

© Groupe Eyrolles

annuités. Cela existe également en France mais ne constitue pas un sport national comme aux États-Unis. De plus, le marché hypothécaire américain offre une souplesse supplémentaire avec la possibilité de renégocier sa capacité d'emprunt dès lors que le bien immobilier sur lequel repose le prêt initial s'est apprécié. Par exemple, si j'ai acheté ma maison 100 000 dollars et que celle-ci est estimée aujourd'hui à 150 000 dollars, mon banquier pourra m'octroyer un prêt supplémentaire basé sur l'appréciation de ma maison. C'est potentiellement 50 000 dollars de prêt supplémentaire que mon banquier est censé me consentir en veillant à prendre des garanties sur ma maison. Cette facilité appelée *mortgage equity withdrawals* a permis d'octroyer près de 2 000 milliards de prêts aux ménages entre 2005 et 2007, expliqués essentiellement par la hausse des prix immobiliers. Cette manne colossale a donc, chaque année, permis aux ménages américains d'augmenter leur consommation pour un montant supérieur en moyenne à plus de 5 % du PIB.

Le fonctionnement du marché hypothécaire américain explique ainsi comment les ménages ont pu s'endetter à outrance sans en avoir réellement l'impression puisqu'il s'agissait d'une monétisation de leur biens. Ce mécanisme explique à lui seul l'extraordinaire dynamisme de la consommation des ménages américains. À tel point que, très peu de temps après son élection, le président Sarkozy voulait engager la France sur un fonctionnement similaire. Et à l'époque, personne n'y avait vraiment trouvé à redire. L'illusion était très forte. Or l'immobilier américain connaissait une formidable bulle spéculative. C'est-à-dire que le collatéral des prêts consentis par les banques avait une base extrêmement fragile et malsaine. Un tel système reposait sur du sable : sa pérennité dépendait de la poursuite de la hausse des prix immobiliers. Aujourd'hui, après l'effondrement de la bulle immobilière, on fustigera aisément l'inconscience des prêteurs et des emprunteurs qui se retrouvent égorgés : pour certains d'entre eux, la valeur de leur dette dépasse celle de leur biens, ils se

© Groupe Eyrolles

retrouvent en « *equity* négatif », c'est-à-dire avec une richesse nette négative. Un véritable cauchemar.

Les subprimes

On appelle subprimes les prêts immobiliers consentis à la population américaine la plus risquée, celle qui dispose d'emplois et de revenus précaires, qui souffre d'une structure familiale instable et dont le niveau d'éducation est des plus restreints. Pour un banquier, il s'agit donc d'une clientèle à haut risque pour laquelle le taux de défaillance est extrêmement élevé. Les prêts à cette population risquée doivent donc être consentis avec la plus grande méfiance et de façon extrêmement mesurée.

Or, à partir du début des années 2000, les taux d'intérêt se sont retrouvés à des niveaux très bas, favorisant les possibilités d'endettement des ménages pour l'acquisition de biens immobiliers. Ce contexte favorable a naturellement attiré de nombreux capitaux vers le marché immobilier, entraînant une hausse significative des prix. Forts de cette hausse, les banquiers ont commencé à relâcher les contraintes sur les ménages subprimes.

On notera d'ailleurs que l'industrie automobile pratiquait également la technique du crédit subprime. General Motors proposait ainsi d'acheter ses voitures avec un crédit de 100 % à 120 % sans conditions d'aucune sorte. Cela faisait vendre beaucoup de voitures avec des marges très confortables.

Ne pouvant pas monétiser l'actif courant de ces ménages qui n'avaient pas de biens immobiliers, ils leur ont proposé de s'endetter pour en acquérir un et, pour faciliter les choses, ont littéralement monétisé une augmentation hypothétique de leurs biens, une revalorisation par anticipation. Ils ont ainsi concocté des formules pernicieuses avec des mensualités initiales faibles

© Groupe Eyrolles

suivies de mensualités sans rapport avec la capacité de remboursement de l'emprunteur. Mais ce dernier acceptait, car on lui faisait comprendre que demain son bien vaudrait beaucoup plus cher et qu'il serait alors possible de refinancer son crédit sur des bases plus cohérentes avec ses revenus. Tout cela était très alléchant mais allait entraîner la ruine de milliers de ménages déjà pauvres, implacablement saisis après l'amorce de la baisse de l'immobilier.

Dans le même temps, le banquier prêteur, conscient des risques encourus, s'est délesté de ces prêts par le biais de la titrisation. La titrisation permet de regrouper un certain nombre de créances à l'intérieur d'un même instrument (typiquement des CDO, *collateralized debt obligations*). Ces produits étaient structurés, c'est-à-dire qu'ils bénéficiaient d'un effet de levier de façon à augmenter le rendement final, devenu ainsi très attractif. Au final, grâce au savoir-faire et à la technicité des structureurs qui ont su *packager* ces instruments de dette, grâce à la magie des agences de notation qui sont parvenues à accorder des notes attractives pour ces prêts pourris, grâce au talent commercial des vendeurs de produits structurés et enfin grâce à l'appétit des investisseurs finaux assoiffés de produits à haut rendement, les crédits subprimes se sont retrouvés disséminés partout dans le monde. Dans les livres des principales banques d'investissement, dans les portefeuilles de certains *hedge funds* et de façon plus surprenante dans des sicav monétaires « dynamiques ».

L'explosion de la bulle immobilière a ainsi entraîné l'explosion du secteur subprime avec dans son sillage un véritable désastre humain (les ménages subprimes) et financier (pertes colossales enregistrées par la plupart des établissements financiers et de nombreux investisseurs de par le monde). Si la crise des subprimes n'est que le déclencheur d'une crise beaucoup plus large, elle témoigne à la fois de l'effrayante cupidité et de l'incroyable irresponsabilité des prêteurs de subprimes, mais aussi de leur imagination sans bornes pour distribuer le risque à travers le

© Groupe Eyrolles

monde. Elle symbolise ainsi les effets maléfiques d'une finance déconnectée de la réalité et totalement concentrée sur la recherche du profit à court terme, sans maîtrise des conséquences à plus long terme, et s'abritant finalement sur ses modèles mathématiques complexes pour justifier l'injustifiable.

© Groupe Eyrolles

Chapitre 3

Politique monétaire laxiste et endettement massif

Une politique monétaire laxiste

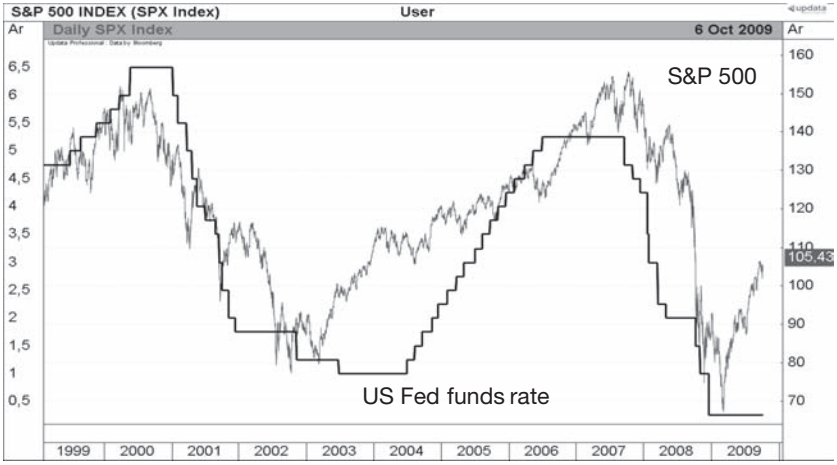
On peut pendant longtemps essayer d'isoler les coupables : ils sont nombreux, multiples et chacun d'entre nous a probablement eu sa part de responsabilité. La bulle des instruments financiers et de l'immobilier est très effectivement au cœur du problème. Mais ces bulles trouvent certainement leurs racines dans la politique extrêmement laxiste de la Federal Reserve. En 2001-2002, après le cumul d'éléments à grand risque pour l'économie (explosion de la bulle Internet, affaire Enron, 11 Septembre…), Alan Greenspan et la Fed ont voulu éviter une récession durable et ont donc baissé les taux d'intérêt jusqu'à 1 % à l'été 2003, c'est-à-dire après la victoire américaine en Irak. Quand les craintes se sont dissipées (dès la deuxième moitié de 2003), les autorités monétaires n'ont pas bougé les taux de peur de voir l'activité repartir à la baisse. Elles ont attendu juin 2004 pour effectuer le premier relèvement de taux. Puis à chaque FOMC (Federal Open Market Committee), dont la fréquence est d'environ tous les deux mois, les taux ont été relevés d'un quart de point jusqu'au seuil de 5,25 % à l'été 2006. Ainsi, en dépit d'un taux de croissance robuste sur la période, le relèvement des taux a été à la fois lent et particulièrement prévisible. C'est justement l'écart entre une santé économique réjouissante et des taux bas

© Groupe Eyrolles

qui a incité nombre d'acteurs à tirer profit de ces taux bas pour prendre plus de risque. Le coût du risque était faible et les perspectives de gains escomptés dans une économie florissante partout dans le monde étaient très attrayantes. D'où un recours systématique à l'emprunt et à l'effet de levier qui permettait d'accroître davantage les gains potentiels.

Il est naturel que les agents économiques essaient de tirer profit de disparités excessives. Il revient normalement à la banque centrale d'éviter de telles situations. C'est pour cela que l'on peut considérer que le premier responsable du dysfonctionnement a été la Réserve fédérale, qui a, involontairement, initié et stimulé cette bulle du crédit dans de nombreux secteurs et tout particulièrement dans l'immobilier et la finance. Le graphique 3.1 superpose l'évolution de l'indice S&P et la lente remontée des taux d'intérêt.

Graphique 3.1 – Indice S&P et taux d'intervention de la Fed



(Source : Bloomberg.)

© Groupe Eyrolles

Une économie et un système financier abusant de l'effet de levier

Le résultat de cette politique monétaire laxiste a donc été l'explosion du recours à l'effet de levier et tout particulièrement dans les banques. Celles-ci se sont retrouvées dans une situation assez tentante : d'un côté, les taux de rendement de la plupart des actifs ont eu tendance à baisser (par exemple, les *spreads* de crédit n'ont cessé de chuter à partir de la fin 2002, ainsi que les *spreads* de signature des pays émergents) et, dans le même temps, les tendances en place étaient régulières et peu volatiles (la situation économique mondiale était au beau fixe). D'un autre côté, nous l'avons vu, le coût du crédit était incroyablement bon marché. Dans ces conditions favorables, les banques n'ont pas hésité à prendre beaucoup plus de risque de façon à maintenir et éventuellement augmenter leurs profits. Et plus les rendements baissaient, plus les banques et les intervenants financiers augmentaient leur levier pour conserver des profits intacts. Dans ce contexte, l'effet de levier des banques d'investissement a littéralement explosé. Certaines banques disposaient d'un levier parfois supérieur à soixante fois leur bilan. Citibank a ainsi évalué que les banques européennes avaient en moyenne un total d'actifs égal à trente-huit fois leur capital, certaines auraient même atteint le seuil incroyable de quatre-vingts.

À ce niveau-là de risque, on comprend mieux comment la crise des subprimes a pu déclencher une telle panique. Le bilan de nombreuses banques était impacté par les pertes sur les subprimes et elles ont commencé à perdre beaucoup d'argent. Dans le même temps, les craintes se sont fait jour sur l'ensemble des signatures d'entreprises, et les *spreads* qui étaient très bas se sont brutalement écartés dès l'été 2007 entraînant de nouvelles pertes pour les banques d'investissement. Un jeu de dupes a alors commencé : la plupart des banques ont compris que les pertes

© Groupe Eyrolles

qu'elles constataient en interne les mettaient dans une position inconfortable et que la situation était potentiellement pire chez leurs concurrents. Dans ces conditions, chacune des banques a commencé à se méfier des autres. Elles ont ainsi refusé de se prêter entre elles paralysant ainsi le marché monétaire. Cette situation a duré plus d'un an et a atteint son paroxysme après la faillite de Lehman Brothers. À ce moment-là, les craintes devenaient réalité et toutes les banques étaient susceptibles de faire défaut. Donc, plus personne ne prêtait à personne. Pire, les banquiers qui avaient besoin de liquidité refusaient d'en prêter aux autres acteurs (ménages, entreprises…) déclenchant ainsi un véritable *credit crunch* (littéralement, l'« absence de prêt à l'économie »). C'est à partir de ce moment-là que les effets sur l'économie réelle sont devenus tangibles avec une vitesse de transmission étonnante. La faillite de Lehman a eu lieu le 15 septembre. En octobre, les premiers effets étaient perceptibles, et à la fin de l'année, la récession se faisait cruellement sentir, tout particulièrement dans le secteur automobile.

La faillite de Lehman

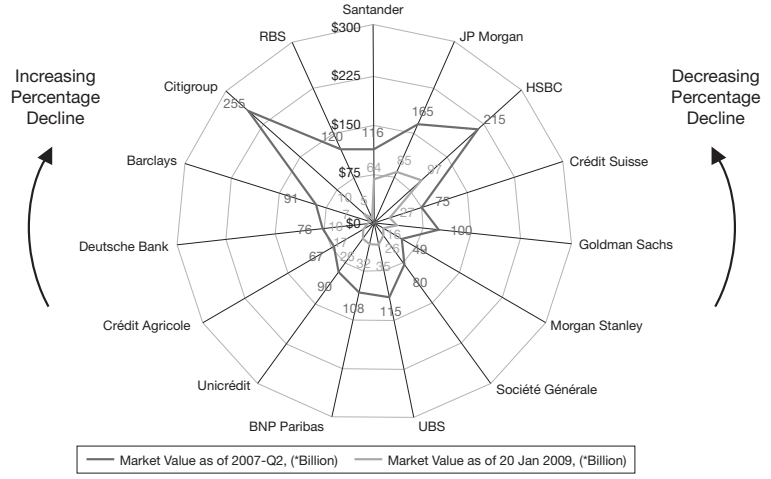
Il ne s'agit pas ici de reprendre toute l'histoire qui a conduit à la faillite de la deuxième banque d'investissement américaine derrière Goldman Sachs, mais plutôt de relever certains éléments. Car, *a posteriori*, il semble bien que la mise en faillite a été une lourde erreur de la part des autorités américaines. Pourquoi une telle erreur ?

Tout d'abord, il faut noter que la Réserve fédérale a souvent été hantée par le concept de l'« aléa moral », consistant dans ce cas au sauvetage systématique des banques à problèmes, quel que soit le degré de gravité des erreurs commises, afin d'éviter un risque systémique (contagion de faillites aux autres banques).

© Groupe Eyrolles

Les banques coupables étaient ainsi systématiquement sauvées de façon à empêcher ce risque systémique (effet domino sur d'autres banques conduisant à l'écroulement du système global). En France, le Crédit lyonnais a été sauvé d'une mort certaine du fait de cet aléa moral. Une telle protection de fait n'existe bien sûr dans aucune autre industrie. On comprend donc l'agacement des autorités face à cette situation, puisque les coupables se retrouvent de fait immunisés de sanction effective. Un débat a été soulevé sur les risques potentiels d'un sauvetage supplémentaire d'une banque coupable. Dans le cas de Lehman, il y a certainement eu volonté de faire un exemple. Certains esprits chagrins auront aussi noté que la levée de l'aléa moral condamnait le principal concurrent de Goldman Sachs, dont Paulson, alors directeur du Trésor américain, avait été pendant plusieurs années le grand patron. Ce qui est certain, c'est que la faillite de Lehman a déclenché le pire des *credit crunches* et que les efforts entrepris pour enrayer ses conséquences sont impressionnants.

Graphique 3.2 – Écroulement de la valeur de marché des principales banques entre juillet 2007 et janvier 2009



(Source : Bloomberg, 20 janvier 2009.)

© Groupe Eyrolles

Le cours des principales banques s'est écroulé (voir graphique 3.2) entraînant une déroute généralisée. Il a fallu que les principaux États viennent au secours des banques les plus fragilisées et garantissent des lignes de crédit aux autres pour que les choses s'améliorent sur le marché monétaire. Mais le mal, entre-temps, s'était emparé de l'économie réelle. La récession se confirmait de façon dramatique au quatrième trimestre 2008.

Un système insoutenable : un schéma de Ponzi généralisé

Le développement du système bancaire et financier reposait sur un édifice de sable. Tout dépendait de la bonne poursuite des tendances constatées sur les marchés financiers et de la croissance de la sphère financière dans son ensemble, c'est-à-dire de l'appétit croissant des investisseurs pour les produits financiers sophistiqués (produits structurés, *hedge funds*…). La santé des banques reposait ainsi sur la croissance régulière du secteur financier. La crise des subprimes a été suffisante pour déclencher un ensemble de mécanismes conduisant finalement à l'effondrement de tout le système. Tout cela s'apparente à un schéma de Ponzi (nom du célèbre escroc américain qui, dépourvu de scrupules, abusait de la crédulité de ses concitoyens en leur proposant entre autres de pouvoir accéder à la fortune grâce à des montages pyramidaux, le dernier entrant ayant de fortes chances d'être le dindon de la farce…), revenu d'actualité après l'arrestation de Bernard Madoff. Sans rentrer dans les détails de l'escroquerie, on peut constater que son système a fonctionné pendant de longues années (près de vingt ans) avec des performances affichées très séduisantes et un marketing très efficace. Malheureusement, tout n'était que

© Groupe Eyrolles

mensonge et conditionné à la croissance de l'activité, c'est-à-dire à l'arrivée de nouveaux entrants qui permettaient de financer les performances. Bien sûr, il ne faut pas tomber dans l'amalgame et il serait déplacé de confondre les banquiers avec Madoff, mais le système échafaudé par les banques était tellement précaire et improbable que le rapprochement est tentant.

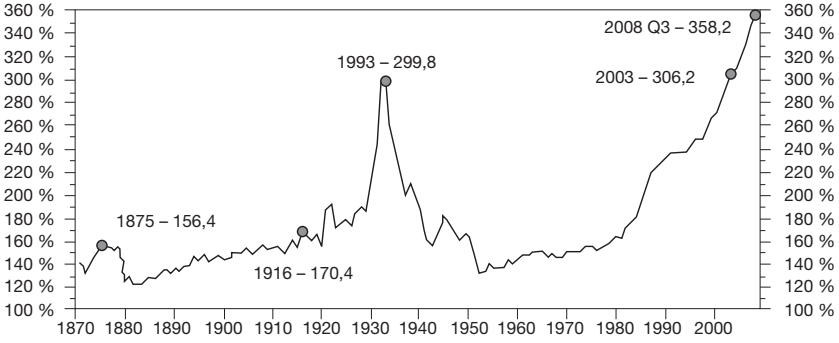
© Groupe Eyrolles

Chapitre 4

L'incontournable problème de la dette

Tout ce que nous venons de voir permet de comprendre les mécanismes, les rouages qui ont permis d'aboutir à un endettement massif qui représente en pratique le vrai problème à résoudre. Il ne s'agit pas d'un endettement important mais du plus faramineux endettement jamais connu. Le graphique 4.1 permet d'apprécier historiquement la situation actuelle.

Graphique 4.1 – Total de la dette américaine en pourcentage du PIB de 1870 à 2008



(Source : Bureau of Economic Analysis, Census Bureau, Société générale.)

Grâce au recul historique, on comprend que la situation est simplement pire que celle qui prévalait dans les années 1930. La résolution de la crise sera donc complexe, longue et synonyme de difficultés économiques durables.

© Groupe Eyrolles

En 2008, le ratio dette/PIB atteignait donc 360 % tandis que la moyenne historique se situe vers un peu moins de 200 %. Cela signifie que, si l'on rejoint ces niveaux, les agents américains devront rembourser l'équivalent de vingt mois de PIB. Ce qui est certain, c'est que l'économie ne pourra pas repartir durablement tant que les dettes n'auront pas baissé significativement. Le passage d'un excès à l'autre n'est pas exclu. Ce ratio pourrait alors avoir de fortes chances de se diriger vers des niveaux inférieurs. De toute façon, l'objectif principal ne sera pas de se fixer un objectif *a priori* mais simplement de réduire l'addition à payer.

Lorsque l'on analyse plus finement l'évolution de la dette par type d'agent économique, on remarque un certain nombre de différences avec les années 1930. La première constatation est que les acteurs les plus lourdement endettés ne sont pas les mêmes. Dans les années 1930, les entreprises et l'État portaient l'essentiel du fardeau. Aujourd'hui, ces deux agents économiques ont été plutôt sages. En revanche, les plus endettés sont les ménages (et l'on sait pourquoi au regard de ce que nous venons d'analyser) et les institutions financières (dont on connaît la situation). Il y a dans ce constat des bonnes et des mauvaises nouvelles.

La mauvaise nouvelle est que le système financier est en risque systémique et menace d'exploser. Certains économistes comme Nouriel Roubini n'hésitent pas à apprécier la somme totale des pertes financières à près de 3 600 milliards de dollars (à comparer à une capitalisation totale du secteur bancaire et financier proche de seulement 1 000 milliards de dollars en mars 2009). Le système serait donc virtuellement en faillite et les éléments sains n'auraient aucune chance de le rester si toutes les banques aujourd'hui en difficulté venaient à faire défaut. Tout le système sauterait. Sans aucun rescapé. D'où la très grande inquiétude des investisseurs. Le principe d'un risque systémique est la contagion pure et simple, quelles que soient les qualités intrinsè-

© Groupe Eyrolles

ques d'une banque. Mais, heureusement, les dispositions prises par les autorités politiques et monétaires fin 2008-début 2009 semblent avoir en partie stabilisé le système bancaire et diminué le risque systémique.

La bonne nouvelle est que les États sont dans l'ensemble assez peu endettés. En tout cas, ils ont été plutôt sobres et vertueux depuis les années 1990 (cf. les années Clinton aux États-Unis et en Europe, les contraintes imposées par l'adhésion à la monnaie unique). C'est une bonne nouvelle car les États ont une réelle marge de manœuvre pour sauver le système et se substituer aux acteurs privés, ce qui n'était pas le cas dans les années 1930.

Comment résoudre le problème de la dette ? Il y a deux possibilités non exclusives l'une de l'autre. La première est logique. Elle se fera tout naturellement et a déjà commencé à se mettre en place : il s'agit simplement de rembourser ses dettes. C'est le plus efficace mais c'est aussi une opération assez longue. Certes, la dette est un passif fondant qui disparaît progressivement avec le temps. Mais le remboursement de la dette suppose aussi un coût important en termes de croissance et de consommation. Il serait donc dangereux d'aller trop vite en besogne sur le numérateur (la dette).

La seconde solution consiste bien sûr à augmenter le PIB nominal. Il y a ici deux composantes : celle des volumes (la croissance réelle de l'activité) et celle des prix. On comprend bien que la croissance réelle a peu de chances d'être flamboyante au cours des prochaines années, surtout si le vecteur du crédit se réduit ostensiblement. Il y a même un risque élevé de voir un environnement récessif conduisant à une baisse prolongée du PIB. C'est pourquoi la composante prix est très importante. S'il y a un peu d'inflation et que l'économie réelle stagne, le PIB nominal augmente et cela permet de résoudre sans heurt la difficulté. À l'inverse, le risque est bel et bien de se trouver en situation déflationniste. Dans un tel cas de figure, le PIB nominal baisserait, c'est-à-dire que les efforts liés aux remboursements de la dette

© Groupe Eyrolles

seraient en tout ou partie annihilés par la déflation. C'est le pire des scénarios. C'est pour cela que les autorités monétaires et politiques veulent à tout prix éviter le spectre de la déflation et qu'elles seraient en revanche assez conciliantes avec une inflation modérée.

Pour mémoire, le scénario déflationniste est justement celui qui est arrivé dans les années 1930. En 1929, le ratio dette/PIB était d'environ 200 %. Il était élevé mais ne constituait pas forcément un handicap insoutenable. En revanche, du fait de l'action combinée de la dépression économique et de la déflation, le PIB nominal s'est littéralement effondré (passant de 103,6 milliards de dollars à 56,4 milliards de dollars). Tandis que la dette nominale avait baissé de près de 20 % sur la période, le ratio dette/PIB s'est, lui, littéralement envolé pour atteindre pratiquement 300 %. C'est cela qui a étranglé les acteurs endettés. Un tel scénario paraît aujourd'hui improbable, mais on peut être sûr que tout sera fait pour qu'il ne se renouvelle pas.

Nous verrons dans la troisième partie comment les autorités s'organisent pour répondre à la situation et comment, pour éviter un tel risque, elles sont prêtes à en prendre un autre, potentiellement plus dangereux, celui de l'inflation.

© Groupe Eyrolles

Partie 2

Analyse des conséquences de la crise sur la société

De nombreux ouvrages se sont intéressés aux phénomènes des crises et à leurs incidences sur les civilisations. Depuis la chute de Rome jusqu'à la crise de 1929, de nombreux cycles historiques ont émaillé l'histoire. Déjà Aristote expliquait la chute de la république et l'avènement de l'empire par le mépris avec lequel les classes moyennes, clé de voûte de la stabilité des systèmes politiques, avaient été traitées. L'empire essaya de régler le problème de la plèbe en la nourrissant et en la distrayant (du pain et des jeux) mais avec une réussite éphémère.

Le point commun qui se retrouve dans toute crise est le passage d'un environnement paisible, et dans certains cas euphorique, à une situation où la peur, l'angoisse, l'incertitude des masses face à l'avenir l'emportent sur tout le reste. La peur des foules est souvent le résultat d'une vie quotidienne devenue effectivement plus difficile et surtout d'une angoisse d'ordre psychologique sur les difficultés à venir. C'est bien sûr la manifestation d'une angoisse de l'avenir qui pose le plus de problèmes, car tant la psychologie individuelle que la psychologie collective, quand

© Groupe Eyrolles

elles sont dominées par la peur, déclenchent une cascade de réactions difficiles à contrôler. Les mécanismes psychologiques échappent par nature à la rationalité et ont peu de chances d'être contentés par de simples éléments concrets et tangibles. Il y a au contraire dans les phénomènes psychologiques des effets d'imitation et de contagion qui conduisent souvent à l'autoréalisation de craintes initialement infondées. Dans ce contexte, l'action des gouvernements est souvent stérile car elle est soit jugée trop molle par rapport aux enjeux, soit son effet est contre-productif car les foules l'interprètent pour se conforter dans leur perception de la gravité de la situation (si l'État en fait autant, c'est que c'est désespéré…). Nous nous situons clairement dans ce type de situation.

Gustave Le Bon, auteur de *Psychologie des foules*, décrit les foules (au sens large de regroupement de plusieurs individus) comme impulsives, incapables de dominer leurs réflexes, facilement suggestibles et crédules. Il les juge également vouées à la simplification et à l'exagération et exemptes de tout sens critique. Les individus d'une foule semblent bénéficier par ailleurs d'un sentiment d'impunité et d'irresponsabilité par rapport à leurs actes, d'où les débordements des foules. L'individu peut ainsi sacrifier son intérêt personnel au profit du groupe. Un individu totalement pacifique peut perdre son jugement, se laisser emporter par la furia de la foule et commettre des exactions dont il serait incapable seul. Une foule refuse tout dialogue (écoutez les huées vociférées contre tout contradicteur !). Si elle se soulève contre une autorité faible, elle se soumet volontiers à une autorité forte.

Une foule qui a peur est un peu infantile : elle a besoin d'être rassurée et d'avoir le sentiment d'être écoutée. Elle fait tout ce qui est en son pouvoir pour, d'une manière ou d'une autre, retrouver la tranquillité. Mais tant qu'elle ne l'a pas obtenue, elle reste en lutte pour être satisfaite. L'État devient de fait le principal interlocuteur des foules car c'est lui qui détient le plus de

© Groupe Eyrolles

pouvoirs et qui a pour fonction régalienne le maintien de l'ordre. Un ensemble d'interactions se met donc en place entre la population et l'État. Pendant ces interactions, la foule fait part de ses exigences (parfois fantasques) et l'État, en retour, se positionne. Selon le degré de détermination des foules et la capacité de (réaction de l'État, le résultat final pourra être une foule incontrôlable qui prend le pouvoir (émeute, révolution…) et qui va essayer de se satisfaire elle-même en prenant son avenir en main. Ou bien, à l'autre extrême, une foule qui se fait mater par un pouvoir fort, lequel lui permet, de façon certes assez paradoxale, de réprimer son angoisse (instauration d'un pouvoir fort, dictature…).

Un État autoritaire rassure en donnant l'illusion qu'il maîtrise la situation et qu'il peut ordonner la vie de la société de façon satisfaisante et motivante. Encore une fois, si la foule méprise un pouvoir faible ou une autorité qui ne parvient pas à lui parler, elle se courbe volontiers devant un pouvoir fort et autoritaire adoptant ainsi un comportement servile. Entre ces deux extrêmes qui voient la victoire de l'un des deux protagonistes, des solutions intermédiaires sont évidemment possibles : l'État peut par exemple courtiser le peuple en adoptant certaines mesures démagogiques afin de le flatter et de calmer sa colère montante. Mais ce faisant, il risque de se faire déborder par la masse. Il essaiera ainsi d'alterner des mesures populaires et impopulaires de façon à conserver la maîtrise du pouvoir.

On retient de l'histoire récente que la crise de 1929 a ouvert le champ des possibles : du Front populaire à la guerre civile espagnole d'un côté, du fascisme italien au nazisme allemand à l'autre extrême, en passant par l'Amérique de Roosevelt et le Royaume-Uni de Churchill.

Il ne s'agit pas ici de dire que des conséquences extrêmes sont prévisibles mais plutôt d'expliquer que le phénomène psychologique de l'angoisse des foules entraîne tout un ensemble de réac-

© Groupe Eyrolles

tions et de mécanismes qui peuvent conduire (et qui dans le passé ont conduit) à ces extrémités. L'État est en tout cas sommé de réagir et de trouver des solutions satisfaisantes pour sauver l'équilibre de la société.

Nous allons maintenant examiner un certain nombre des rouages qui devraient se mettre en ordre de marche. Toutes ces transformations de la société auront une incidence forte sur l'économie et les marchés financiers. La compréhension de ces phénomènes est essentielle pour appréhender l'environnement économique de demain. Nous allons reprendre un certain nombre de ces spécificités observées dans le comportement des sociétés en période de crise et nous essaierons de montrer comment les changements attendus semblent déjà se mettre en place. Nous insisterons notamment sur la montée inévitable du protectionnisme, la recherche de boucs émissaires et le retour de la morale. Nous conclurons par la montée en puissance et l'omniprésence de l'État avec ses dérives possibles (totalitarisme et tentations militaires).

© Groupe Eyrolles

Chapitre 5

Conséquences immédiates des crises : une crise économique et sociale

Le déclenchement des crises comme celle que nous connaissons actuellement se caractérise d'abord par une situation de blocage de l'économie. L'économie est paralysée et aucune décision ne parvient à altérer la donne. C'est pourquoi on peut situer le déclenchement de la crise actuelle au démarrage du *credit crunch* suivant la faillite de Lehman. Auparavant, tous les ingrédients étaient présents, mais il manquait un déclencheur. Lehman allait le fournir.

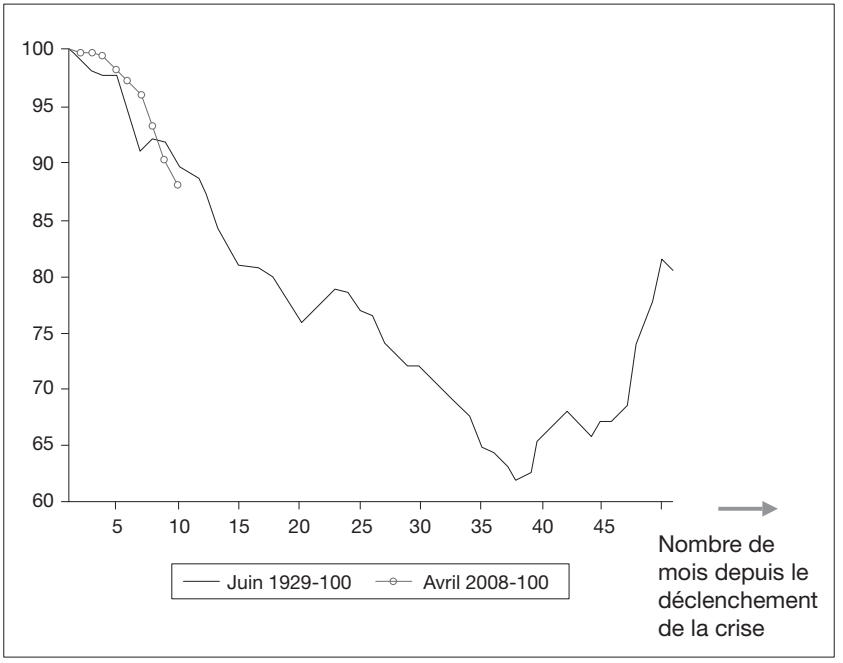
Conséquences économiques

Pendant les années 1930, la dégradation économique a été considérable : entre 1929 et 1933, le PIB américain a chuté de plus de 26 % en termes réels et de près de 50 % en nominal (du fait d'une déflation très marquée). Dans le même temps, le chômage a explosé (jusqu'à 25 %) entraînant une misère considérable. Au niveau mondial, la production industrielle a baissé de près de 40 % sur la même période, tandis que le commerce international se contractait de plus de 30 %. Le risque de subir, aujourd'hui, une crise aussi douloureuse semble assez faible. La

© Groupe Eyrolles

société semble mieux organisée et plus à même de se défendre contre un tel effondrement. Les plans de sauvetage bancaire, l'injection massive de liquidités ainsi que les différents plans de relance budgétaire devraient avoir une réelle efficacité. Toutefois, il faut reconnaître que le démarrage de la crise est à certains égards et sur certains indicateurs plus violent que celui des années 1930 : la production industrielle et le commerce mondial baissent plus vite ainsi que les Bourses mondiales (cf. graphique 5.1).

Graphique 5.1 – Production industrielle mondiale depuis le déclenchement de la crise comparée à 1929



(Source : Eichengreen et O'Rourke, Voxeu.net.)

© Groupe Eyrolles

La raison de cette hyperréactivité provient en grande partie de la très forte interconnexion de toutes les économies mondiales : pas une n'a pu se désolidariser du jeu. Ainsi, la faillite de Lehman a déclenché des réactions en chaîne d'une extrême violence. Après un tel choc, il est probable qu'une stabilisation prenne place, permettant d'échapper au scénario noir de la crise de 1929. Malgré tout, les effets destructeurs de la crise seront très marqués et certainement durables.

Les conséquences sont déjà perceptibles : récession (c'est-à-dire croissance négative du PIB prévue entre – 5 % et – 10 % dans le monde occidental), baisse des investissements, augmentation du chômage (les prévisions pour 2010 vont au-delà du seuil des 10 % dans la plupart des grands pays et jusqu'à près de 20 % dans des pays comme l'Espagne), baisse de la consommation… Ce cycle peut s'auto-alimenter jusqu'au point où la consommation cesse de baisser et où les investissements reprennent permettant ainsi à la confiance des ménages et/ou des industriels de repartir, favorisant ainsi un nouveau cycle de croissance avec baisse du chômage. Dans une certaine mesure et dans des conditions particulières, une période récessive peut aussi s'accompagner d'une baisse des prix des actifs et des biens. Pour parvenir à vendre leurs produits, les entrepreneurs peuvent être amenés à baisser le prix de leur production, permettant ainsi d'écouler les stocks et de faire face aux différentes échéances. Cette chute des prix est extrêmement dangereuse car elle hypothèque l'envie même d'investir, d'entreprendre et aussi de consommer. Le consommateur tire avantage à repousser ses achats à plus tard puisque son pouvoir d'achat augmente avec le temps. Celui qui détient du capital a tout intérêt à thésauriser patiemment puisque les investissements qu'il pourrait faire ont de fortes chances de s'avérer risqués : les biens de production sont supposés baisser, la valeur des stocks de produits fabriqués va également se dégrader. Bref, l'entrepreneur a peu

© Groupe Eyrolles

de chances d'être récompensé de sa prise de risque tandis que le rentier se retrouve, lui, dans une position idéale. La spirale est à la fois décourageante et dangereuse puisqu'elle menace les fondements mêmes de la société.

Conséquences sociales

Dans un contexte d'incertitude économique croissante et d'incompréhension sur les causes réelles de ce changement brutal, la montée subite d'un fort chômage (qui, dans certains pays comme l'Espagne, pourrait atteindre jusqu'à 20 %) déclenche mécaniquement une peur de l'avenir et un sentiment élevé de frustration. La société devient mécaniquement plus violente car le sentiment de n'avoir plus rien à perdre fait référence. La foule, si elle se regroupe, baigne alors dans un sentiment d'irresponsabilité et d'impunité qui peut conduire aux pires excès. Face à cette situation, la colère de la population est profonde et souvent justifiée. Les salariés ont accumulé un niveau de frustration croissant car ils ont été en partie spoliés des fruits de la croissance de la dernière décennie et ils trouvent le constat actuel très amer : ils ont le sentiment de payer par la perte de leurs emplois les erreurs des dirigeants qui ont profité et abusé du système. Le ressentiment est profond. L'État doit jouer un rôle important et intervenir de façon croissante dans la vie économique. Il doit réformer en profondeur des pans entiers de l'économie. Il doit aller de l'avant et bien souvent devancer l'attente des foules de façon à préserver l'essentiel : la paix civile et sa propre stabilité.

Plus généralement à travers les époques, la montée du chômage liée à une perte de pouvoir d'achat a toujours provoqué des tensions sociales fortes. Ces tensions se manifestent selon les sociétés par une recrudescence marquée de l'insécurité et du

© Groupe Eyrolles

brigandage (la mafia profite souvent des crises pour prospérer) ou par des situations insurrectionnelles (avec des risques de déstabilisation de l'autorité). Si les États-Unis risquent de connaître un regain marqué d'insécurité et une vigueur renouvelée de la mafia, la France pourrait bien confirmer sa réputation révolutionnaire. La France se révolutionne tous les trente ou cinquante ans depuis déjà plus de deux siècles et les risques d'un embrasement populaire sont à prendre très au sérieux. Les changements à venir que nous impose la crise actuelle ont de fortes chances d'être refusés par une partie importante de l'opinion, que les mouvements sociaux pourront exprimer. Rappelons que le Front populaire est la conséquence de la crise économique que la France a connue à partir de 1932, tout comme la guerre civile espagnole. Les luttes sociales sont devant nous…

Le changement de nom de la LCR en Nouveau Parti anticapitaliste (NPA) est une bonne opération marketing pour les thèses extrémistes qui y sont défendues : en effet, aucun des trois mots du sigle LCR (« ligue », « communiste » et « révolutionnaire ») ne fleure bon la démocratie ; tous évoquent au contraire des systèmes de pensée et d'action violents et antidémocratiques. Fort de sa nouvelle appellation politiquement plus correcte, ce parti pourra très certainement rassembler de nombreux Français mécontents du pouvoir en place et déçus par le Parti socialiste. Il est très probable que ce « nouveau » parti devienne le nouveau phénomène de la vie politique française, une sorte de contrepoint à ce qu'avait été le Front national au début des années 1980. Ce parti est d'autant plus dangereux que les forces de la gauche démocratique sont démobilisées et que son discours est par nature extrêmement démagogique. Tout comme le FN le faisait en son temps, il pose de vraies questions, il se fait l'écho d'une partie importante de la population qui se trouve frustrée et bafouée et qui ne souhaite qu'une seule chose : que sa désillusion soit entendue. Et même si les réponses propo-

© Groupe Eyrolles

sées sont sans objet, la colère risque d'être plus forte que la raison. En effet, l'histoire l'a malheureusement démontré, en temps de crise, les foules sont plus facilement influençables parce que fragiles et avides de revanche (voir, plus loin, au chapitre 7, la recherche de boucs émissaires). Le nouveau parti antilibéral risque bel et bien de rassembler très au-delà du petit groupuscule d'extrémistes de la LCR et pourrait peser de façon croissante dans la vie politique du pays. Or, personne n'identifie clairement les objectifs réels de ce parti. Déjà bien perceptible, il y a en France un danger politique et social qu'il serait inconscient de négliger.

Si l'on reprend les thématiques historiques, il y a de fortes chances que des tentations révolutionnaires se manifestent à travers le monde. Les pays où les thèses populistes prospèrent sont des victimes potentielles (comment ne pas penser à l'Autriche, à l'Italie ou aux Pays-Bas ?). Ces données sont naturellement connues et redoutées par les États qui ont pour objet de manœuvrer assez habilement pour éviter tout débordement. Nombre de décisions démagogiques et populistes seront donc prises, non pour leur intérêt propre, mais pour leur capacité à calmer, amadouer, satisfaire la demande des foules. Plus que jamais, les États seront à l'écoute du peuple et certains sauront trouver la faille pour en tirer un douteux bénéfice.

© Groupe Eyrolles

Chapitre 6

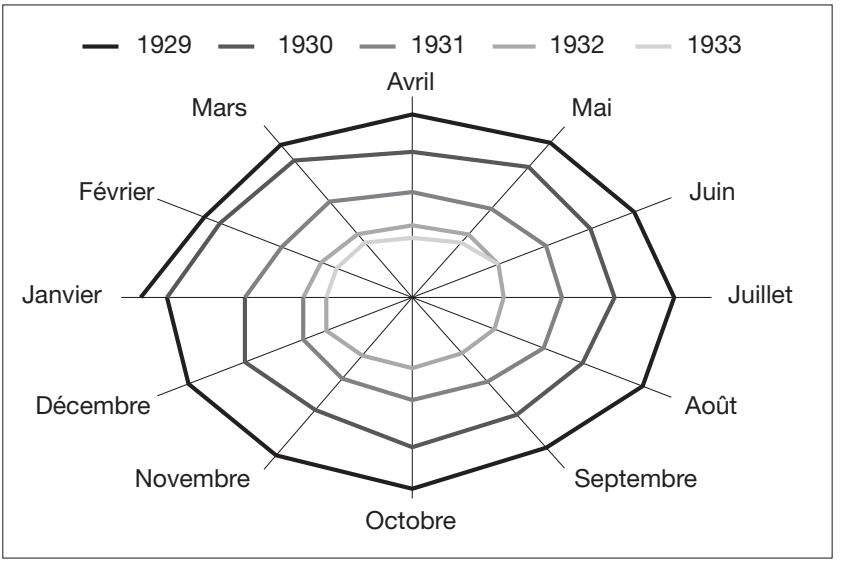
Repli sur soi et protectionnisme

Lorsque les choses ne vont pas bien, l'individu suit une tendance naturelle à éviter les autres et à se replier sur soi. Il reste à la maison, évite les lieux publics et n'a pas très envie d'être dérangé par autrui. Au niveau d'une société, les stigmates sont à peu près similaires. Les périodes de crise sont l'occasion d'un repli national, d'un refus d'échanger et potentiellement d'un rejet de l'étranger.

Une des toutes premières conséquences est l'effondrement du commerce international. Les frontières se ferment. C'est initialement la conséquence immédiate de la baisse de l'activité, mais c'est très rapidement le fruit d'une protection nationale. Le graphique 6.1 montre l'évolution des échanges commerciaux internationaux de 1929 à 1933. Le graphique en « toile d'araignée » permet de visualiser nettement la notion de repli sur soi : les échanges mondiaux se flétrissent.

© Groupe Eyrolles

Graphique 6.1 – Contraction du commerce mondial de 1929 à 1933 (en milliards de dollars)

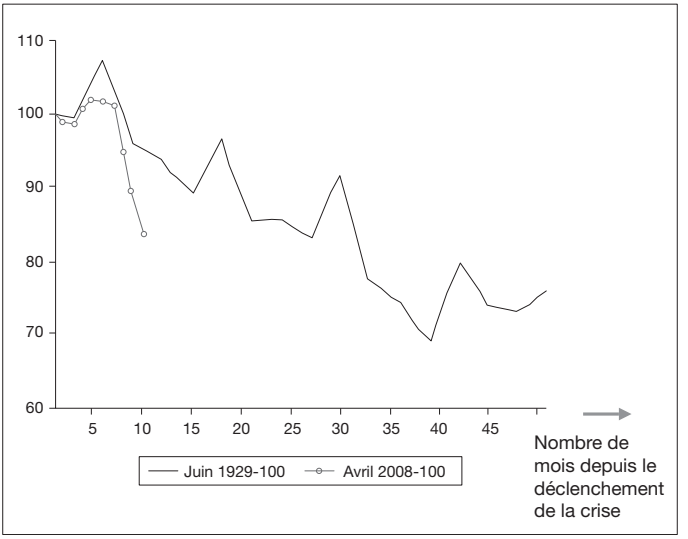


(Source : League of Nations' World Economic Survey.)

Aujourd'hui, nous prenons exactement le même chemin et nous avons très peu de chances d'écrire une histoire différente : les échanges internationaux se sont déjà fortement réduits et vont continuer à le faire. Comme l'indique le graphique 6.2, la réduction des échanges a été plus forte qu'au début de la crise de 1929 et il est peu probable que la tendance s'inverse. Une des meilleures illustrations de ce phénomène se retrouve dans le graphique 6.3 qui montre l'évolution des cours du *Baltic freight* (prix du fret maritime). Alors que ceux-ci étaient au zénith jusqu'en 2008 (combinaison d'une mondialisation échevelée et du cours du pétrole à plus de 140 dollars), les cours du fret se sont littéralement effondrés pour passer en dessous des plus bas observés au cours des années 1990. Le choc est immense et aura un certain nombre d'implications que nous allons présenter.

© Groupe Eyrolles

Graphique 6.2 – Évolution des échanges mondiaux (base 100) : comparaison 2008 et crise de 1929



(Source : League of Nations Monthly Bulletin of Statistic.)

Graphique 6.3 – Indice Baltic freight

(Source : Bloomberg-Updata.)

© Groupe Eyrolles

L'arrêt de la mondialisation

Le phénomène de la mondialisation et de la globalisation est suspendu. Après une période d'euphorie mondialisante où chacun était censé tirer un certain profit (on avait même ressorti les manuels de *La Richesse des nations* d'Adam Smith et la théorie des avantages comparatifs de Ricardo pour mieux s'en convaincre), le monde va basculer dans une période de refroidissement sensible des échanges. Plusieurs raisons vont contribuer à cette tendance. Tout d'abord, le ralentissement économique a une influence naturellement négative. Ensuite, les États vont commencer à introduire des protections à leurs frontières, c'est-à-dire à appliquer des mesures protectionnistes. Enfin, même en l'absence de mesure gouvernementale, le principe de la mondialisation se retrouve lui aussi montré du doigt (*a priori* à tort, si l'on suit l'analyse de Paul Krugman, Prix Nobel d'économie). Les ménages auront tendance à se méfier des produits étrangers et en particulier chinois et les entreprises éviteront de délocaliser leur production en partie par pression des gouvernements et aussi pour éviter toute dégradation supplémentaire du climat social dans l'entreprise.

La suspension de la mondialisation aura donc des conséquences sur le type de produits que nous consommerons et que nous fabriquerons mais aussi sur les quantités et les prix qui seront pratiqués.

Un des aspects sympathiques de la mondialisation avait aussi été la migration de populations à travers les pays. Par exemple, les Polonais allaient travailler en Angleterre, les Français allaient vivre à Londres pour travailler dans la finance. Dans le même temps, les Anglais fuyaient leur pays réputé pluvieux pour s'installer dans des contrées au climat plus rieur comme l'Espagne ou le sud-ouest de la France. Londres était devenue une ville réellement cosmopolite et la Dordogne allait devenir un départe-

© Groupe Eyrolles

ment anglais… Malheureusement, la crise va probablement mettre un terme à ce cosmolitisme. En effet, l'effondrement de la finance impacte lourdement l'emploi à Londres et en Angleterre. Du coup, les Polonais sont rentrés chez eux (déjà plusieurs centaines de milliers) et les Français s'apprêtent à faire de même. Dans le même temps, les retraités anglais qui vivaient au soleil sont nombreux à vouloir rentrer au pays car leur niveau de vie s'est littéralement effondré après la dégringolade de la livre sterling (celle-ci a déjà baissé de plus de 30 % en un an provoquant la chute des retraites une fois converties en euros).

Cet élan vers des pays différents, vers des cultures différentes s'est arrêté net. L'intérêt pour les autres cultures et civilisations suivra cette direction du retour chez soi. Dans cet ordre d'idées, toutes les activités basées sur la solidarité internationale auront beaucoup de mal à se faire entendre. Les populations seront certainement capables de conserver un esprit de générosité, mais ce sera essentiellement pour des causes de proximité. Adieu donc, la solidarité internationale !

Le protectionnisme

Malgré une pétition de 1 028 économistes qui dénoncent les mauvais principes du protectionnisme (notamment le risque de rétorsion des pays concernés) et en dépit des réserves et des propres convictions du président Herbert Hoover, le Smoot-Hawley Tariff Act est signé le 17 juin 1930. Cette loi entraîne la hausse des tarifs douaniers sur plus de 20 000 produits conduisant à une spirale dépressionniste avec une chute de plus de 50 % des imports et des exports. Cette loi ne fit qu'aggraver la situation de l'emploi alors qu'elle était censée le protéger…

© Groupe Eyrolles

Le protectionnisme est un caractère inévitable des crises économiques. Il a pour principe le fait qu'en période de difficultés, il est suicidaire d'acheter des biens chez les autres alors que l'on pourrait les produire soi-même. Comme beaucoup de mauvais principes, il part *a priori* d'une bonne intention. Malheureusement, le protectionnisme ne résout rien, il aggrave généralement les choses. Il y a peu de chances, en effet, qu'un pays dont on a refusé les biens par protectionnisme accepte les bras ouverts les produits du pays récalcitrant. En général, les mesures de rétorsions protectionnistes ne sont jamais unilatérales mais toujours multilatérales. Donc, tout le monde y perd. Les nouveaux biens produits par le pays protectionniste le seront à un prix supérieur et avec une qualité parfois moindre. Il s'agit donc d'une dégradation du bien-être.

Toutefois, si les mesures protectionnistes prises de façon désespérée pour sauver une entreprise ou une industrie sont rarement efficaces et parviennent seulement à repousser l'échéance fatale avec un coût prohibitif, il est intéressant de relativiser tout le mal que l'on vient d'en dire. En effet, comme le constate Emmanuel Todd, dans *L'Illusion économique*, « l'abaissement des barrières douanières dans la majeure partie du monde s'est accompagné d'une chute du taux de croissance de l'économie mondiale et d'une formidable montée des inégalités internes à chaque société ». Par ailleurs, l'histoire nous rappelle que de nombreux pays ont prospéré durablement à l'abri de protections multiples (Royaume-Uni aux XVII^e^ et XVIII^e^ siècles, Prusse à la fin du XIX^e^ siècle, et plus près de nous le Japon a réussi son décollage économique avec un protectionnisme marqué…). Plus précisément, Emmanuel Todd prête au protectionnisme des vertus égalitaristes. La récente mondialisation n'a profité qu'à une minorité, les plus riches, alors que la majorité des classes moyennes ou pauvres n'en tiraient aucun bénéfice (revenus réels constants ou en baisse). Il souligne ainsi que « le libre-échange crée un univers économique dans lequel l'entrepreneur n'a plus

© Groupe Eyrolles

le sentiment de contribuer, par les salaires qu'il distribue, à la formation d'une demande globale d'échelle nationale », principe fondateur du fordisme. Le grand retour du protectionnisme, s'il est utilisé avec parcimonie et intelligence, serait donc une option pertinente : elle permettrait de satisfaire l'exigence des foules et favoriserait une plus grande équité entre les revenus.

Les mesures protectionnistes sont très variées. La plus naturelle et la plus brutale consiste à interdire l'importation d'un bien. Il reste à trouver ensuite des justifications acceptables (problème sanitaire, problème de norme du consommateur…). La mesure la plus répandue et la plus grossière consiste à relever les taxes d'importation de façon à réduire la compétitivité du produit importé. Mais aujourd'hui, on s'oriente vers des solutions plus subtiles. Les normes environnementales (intégrant les critères de traçabilité), par exemple, permettront de réduire l'importation de nombreux produits chinois ou asiatiques.

Les subventions de l'État constituent une des formes les plus usitées aujourd'hui. En sauvant le secteur bancaire ou automobile grâce à des prêts impossibles à trouver sur le marché, l'État subventionne implicitement son industrie nationale, c'est-à-dire qu'il lui donne des moyens dont ses concurrents ne disposent pas, faussant ainsi le jeu de la libre concurrence. Il s'agit ainsi d'une mesure protectionniste déguisée mais manifeste. Avant la crise, ce genre de mesures était immédiatement condamné et combattu par les autorités internationales en charge de la régulation et du libre-échange (GATT, CEE, OMC…). Aujourd'hui, étant donné la situation de panique qui accompagne les plans de sauvetage, ces organisations sont absentes. Leur mutisme risque de se prolonger, facilitant ainsi le jeu protectionniste des nations.

Le protectionnisme de principe est le dernier en date. L'État qui aide une entreprise lui demande en échange d'avoir une politique de l'emploi très favorable à la nation. De façon détournée, l'État fait pression pour que les emplois soient supprimés à

© Groupe Eyrolles

l'étranger, que les usines soient éventuellement redéployées dans le pays et que les sous-traitants de ces entreprises soient choisis parmi des entreprises nationales. Sans complexe, l'État français s'est dirigé dans cette voie. Elle a le mérite d'être appréciée par la population (en cela, elle est démagogique) mais ne répond à aucune logique purement économique. Des effets « boomerang » ont, en effet, de fortes chances d'apparaître.

Une autre façon de faire du protectionnisme sans en avoir l'air est de pratiquer la dévaluation compétitive. Si la monnaie d'un pays dévalue, il devient plus compétitif à l'international et vend plus de produits. À l'inverse, les produits étrangers deviennent plus chers et se vendent moins. Certains pays sont assez coutumiers du fait, mais aujourd'hui, une grande majorité de pays souhaitent l'affaiblissement de leur propre monnaie et on peut les soupçonner de prendre certaines mesures non conventionnelles à cette fin. L'exemple de la Banque centrale suisse, qui est intervenue contre sa monnaie courant mars 2009 (chose rarissime), est une preuve supplémentaire des combats engagés sur le front monétaire.

La composante démagogique et populiste des mesures protectionnistes n'est pas sans importance. Fin 2008, à Lindsey (Grande-Bretagne), l'entreprise Total a déclenché une véritable révolte de la part des habitants de cette localité parce que l'entreprise embauchait des salariés italiens. On le comprend à travers cet exemple, la tentation protectionniste des États sera double : favoriser les entreprises nationales et l'emploi local et aussi satisfaire une demande populaire. Barack Obama n'hésite pas à scander « *Buy American !* » pour être ensuite ovationné… Il signe et persiste en décidant l'interdiction d'embaucher des étrangers dans les banques américaines aidées par l'État (c'est-à-dire pratiquement toutes les banques américaines…). Le protectionnisme a de beaux jours devant lui…

© Groupe Eyrolles

Même en Europe, au cœur de la zone euro, les égoïsmes nationaux s'expriment de plus en plus librement et vertement. Nulle pensée ou action commune, des discours et des sommets pour garder un semblant de courtoisie, mais dans les faits, des décisions nationales centrées sur l'intérêt du pays, pas de confusion ou de mélange de genres. L'Allemagne reste bloquée sur les dérapages budgétaires comme on s'accroche à une relique. Paralysée par la terreur de sa propre histoire, elle se refuse à toute dérive budgétaire qui pourrait porter atteinte à la valeur de la monnaie et conduire à terme à une renaissance inflationniste. Ce refus du compromis trouve aussi sa source dans la crainte d'être à nouveau dans le rôle de locomotive de l'Europe et de voir ainsi d'autres pays, dont en premier lieu la France, tirer profit de cet écart budgétaire. L'égoïsme national revient donc ici à une certaine forme d'aveuglement consistant à refuser toute initiative qui pourrait profiter aux autres, au risque de prendre de mauvaises décisions.

© Groupe Eyrolles

Chapitre 7

Recherche de boucs émissaires et retour de la morale

Le rôle du bouc émissaire et la sainte révolte des opprimés

Quand quelque chose ne va pas, on essaie de trouver une solution pour que ça aille mieux. Et si ça ne va pas mieux, on essaie de comprendre la cause du problème. Et moins on se sent capable de le résoudre et de passer à autre chose, plus on passe de temps à critiquer ce qui a été fait et qui nous a conduits à cette situation de blocage. Il en est bien sûr de même dans les périodes de crise. Et plus particulièrement aujourd'hui, car on pressent bien qu'aucune solution simple et durable n'est en vue. Les problèmes vont demeurer longtemps.

À défaut de solution, la question est donc : « Pourquoi en est-on arrivé là ? » Et on n'y est pas arrivé par hasard ! C'est forcément la faute de quelqu'un ou de quelques-uns… Autrement dit, il faut trouver un ou plusieurs responsables qui endosseront de fait le costume de coupable. C'est bien ce qui caractérise un bouc émissaire : celui qui endosse une faute, qui est désigné à la vindicte populaire comme le fauteur de troubles. Même si la recherche d'un bouc émissaire fait partie intégrante du travail de

© Groupe Eyrolles

deuil nécessaire au passage de cap (cf. *infra*), il y a toujours des relents assez nauséeux dans cette recherche. L'étranger, le Juif, le protestant, le communiste, etc., ou d'une manière plus générale l'autre (celui qui est différent) est souvent accusé et victimisé. Nul besoin de revenir sur les périodes sombres des années 1930 pour s'en convaincre, le dérapage et l'amalgame menacent toujours et les débordements sont ensuite très difficiles à contrôler.

Comme le souligne René Girard dans son livre sur ce sujet, *Le Bouc émissaire*, les persécutions des boucs émissaires « se déroulent de préférence dans des périodes de crise qui entraînent l'affaiblissement des institutions normales et favorisent la formation des foules, c'est-à-dire de rassemblements populaires spontanés, susceptibles de se substituer entièrement à des institutions affaiblies ou d'exercer sur celles-ci une pression décisive ». René Girard note que les termes « crise », « crime », « critère », « critique » proviennent tous de la même racine grecque, *krino*, qui « signifie non seulement juger, distinguer, différencier, mais aussi accuser et condamner une victime ». Comme si l'apparition d'une crise devenait indissociable du concept de bouc émissaire. Les victimes ou boucs émissaires sont donc choisis non pour leur crime effectif mais pour leur « affinité coupable avec la crise ». On rejettera donc sur eux la responsabilité de la crise sans souci de justice. La persécution dont ils seront victimes consiste à les faire disparaître ou du moins à « les expulser de la communauté qu'ils polluent ».

Aujourd'hui, il ne s'agit pas de trouver et de dénoncer le vrai responsable, celui qui a laissé faire alors qu'il avait les moyens et le devoir d'intervenir : les autorités de contrôle et, derrière elles, l'État. Ce dernier ne peut pas s'autocondamner au risque de déstabiliser la société dans son ensemble. Il doit être suffisamment agile pour détourner la faute sur un bouc émissaire qui portera ainsi la croix pour tous les autres. Le bouc émissaire idéal, c'est bien sûr le banquier, le financier, le capitalisme mondialisé assoiffé de profits, puis par amalgame tout ce qui

© Groupe Eyrolles

peut tomber dans les filets de la foule vengeresse : les *hedge funds*, les fonds d'investissement, les paradis fiscaux… Tous ceux que l'on peut accuser d'« affinité coupable avec la crise ». Le journal *L'Express*, d'habitude mieux inspiré, participait ainsi à cette vindicte facile en titrant en février 2009 : « Pourquoi les banquiers sont nuls ». C'est facile et aussi très efficace. Pourquoi donc s'en priver ? Nier la responsabilité des banquiers est difficile mais la mise au pilori d'un groupe d'individus n'apporte rien. Elle participe à des amalgames destructeurs et inutiles. Que titrait donc *L'Express* en 2005, 2006 et même 2007 ? Bien sûr rien sur les excès des banquiers…

Le bouc émissaire économique sera probablement la mondialisation et, par extension, la Chine et ses produits de mauvaise qualité et encore plus généralement tous ces produits fabriqués à l'étranger et qui menacent notre économie en détruisant tant d'emplois dans notre beau pays. Même si cela est en partie faux, il est facile de faire adhérer les foules à ces thèses démagogiques et xénophobes. La xénophobie menace. L'exemple des ouvriers de Lindsey est une illustration flagrante d'un dérapage xénophobe. Ce ne sera pas le dernier. De nombreux exemples devraient suivre et la thématique du « travail aux Français » devrait elle aussi reprendre de la vigueur. Encore une fois, la générosité cosmopolite appartient à des temps révolus et la xénophobie devrait bénéficier d'un nouvel élan.

La disparition physique des boucs émissaires ne sera pas, on peut l'espérer, à l'ordre du jour… En revanche, comme l'indique René Girard, les États sauront se montrer très proactifs pour « nettoyer » le terrain et ainsi satisfaire l'appétit des foules. La régulation jouera un rôle décisif pour encadrer l'ensemble des fauteurs de troubles. Chose impensable un an plus tôt, le bonus des traders s'est pratiquement décidé à l'Élysée au début 2009. Ceux-ci seront régulés, contrôlés et pesés par des autorités politiques et non plus par leurs employeurs… Les paradis fiscaux, dont la responsabilité dans la crise reste à démontrer, vont

© Groupe Eyrolles

connaître des moments très difficiles et seront directement menacés (cf. les problèmes d'UBS avec les États-Unis ne sont qu'un début). Les *hedge funds* seront régulés sans complaisance. L'organisation des marchés financiers sera resserrée auprès des autorités de tutelle. Il n'est d'ailleurs pas innocent qu'un homme du président, l'ancien ministre Jean-Pierre Jouyet, ait été nommé à la tête de l'Autorité des marchés financiers.

En résumé, l'espace de liberté de tous ceux qui ont, de près ou de loin, pu avoir un lien de responsabilité avec la crise financière sera réduit. Ils seront sur la sellette et connaîtront des jours maussades jusqu'à avoir expié leurs fautes supposées. Toutefois, le bouc émissaire joue un rôle rédempteur pour la société en lui offrant un pôle où peuvent se canaliser la violence et la rancœur des foules. L'État a tout intérêt à user et à abuser de cette ficelle pour mieux résister aux exigences du peuple. En prenant une position de meneur sur tous les dossiers liés à la rémunération des patrons ou des traders, en imposant des changements drastiques par rapport aux paradis fiscaux, l'État devance les attentes, détourne l'attention des foules et essaie ainsi de désamorcer les conséquences sociales liées aux vrais problèmes. Fustiger le bouc émissaire permet donc à l'État de faire passer le message « je vous ai compris ! » afin de complaire aux foules.

Le retour de la morale

Il est indéniable que l'expiation des fautes des acteurs financiers participe d'un retour des valeurs morales de nos sociétés. Le terme « moralisation de l'économie » est d'ailleurs apparu comme un préambule à cette thèse. Les termes « amoral », « choquant », « honteux », « scandaleux » sont de plus en plus utilisés. Le retour à la morale exprimera également une volonté très forte de brûler tout ce qui fonctionnait avec un aléa moral.

© Groupe Eyrolles

Nous l'avons vu, un aléa moral s'est glissé dans tous les pores du capitalisme mais aussi de l'ensemble de la société (aléa moral et court-termisme). Tous ces aléas de moralité sont amenés à être remis en cause et éventuellement à disparaître. Toutes les complaisances coupables à l'égard de certains systèmes seront condamnées et ne pourront plus continuer.

S'il faut reconnaître certaines vertus à cette moralisation, la portée de certaines décisions et de certains discours montre que l'État sort clairement de son rôle. Par exemple, l'État français, simple prêteur de capitaux aux banques françaises, doit-il intervenir intimement dans les décisions des entreprises comme il le fait pour décider des bonus ou des stock-options qui doivent être versés aux dirigeants ? Dans le jeu capitaliste, seul l'actionnaire a son mot à dire. L'État intervient donc pour d'autres raisons.

Sur le plan économique et financier, les situations marquées par le phénomène de l'aléa moral sont nombreuses et vont permettre de déclencher une réaction très vive des autorités pour contrôler et réguler l'ensemble des secteurs. S'il y a eu des abus pendant la période d'euphorie, il y aura certainement des excès dans le sens opposé durant la période de recadrage. L'économie, la finance, la banque devront être « re-moralisées » : les salaires et les bonus qui avaient connu une spirale ascendante incroyable vont revenir à des niveaux comparables à ceux des autres industries. L'argent qui était une valeur phare de ces dernières années ne sera plus apprécié de la même façon. Le « bling-bling » sera *de facto* remplacé par d'autres valeurs plus digestes et accessibles au plus grand nombre (la famille sera indéniablement au cœur de ce dispositif moral). En tout cas, la chasse aux sorcières est d'ores et déjà bien lancée.

L'exemple le plus grave est sûrement le cas des bonus du groupe d'assurances américain AIG (165 millions de dollars à verser à une centaine de salariés). On comprend l'agacement des foules et des autorités. Cependant, un contrat a été signé entre l'entre-

© Groupe Eyrolles

prise et les salariés, et si l'État a repris AIG, il doit en assumer les obligations. Or, ici, l'État américain revient sur sa parole, sur son engagement, sur un contrat. Même si, formellement, il accepte de payer, il met en place une loi fiscale lui permettant de récupérer ces sommes. À partir du moment où l'État juge un contrat immoral, il peut se donner les moyens pour empêcher son application. Autrement dit, la morale est plus importante que le droit. Dans un pays comme les États-Unis, il s'agit d'une décision très lourde car le droit est ce qui régit les rapports entre les personnes et qui donne ainsi un cadre stable et compréhensible de fonctionnement de la société. Face à ce socle de la démocratie, qu'est-ce que la morale ? Léo Ferré disait : « L'embêtant dans la morale, c'est que c'est toujours la morale des autres. » C'est en tout cas une valeur assez subjective à géométrie et à dimension variables, et facilement manipulable. Si l'on foule le droit au profit de la morale, sommes-nous encore en démocratie ?

Le retour à la morale va également s'attaquer aux récentes brèches ouvertes depuis l'arrivée d'Internet. Toutes les libertés que la Toile avait imposées comme système de développement vont être progressivement remises en cause. Le téléchargement gratuit et à volonté de musique et de films a été présenté initialement comme une grande conquête et un nouvel espace de liberté. Dès lors que les téléchargements ont représenté une masse formidable (supérieure aux ventes de CD et DVD), le danger est devenu considérable. Il était à la fois économique (menace directe pour la survie des majors) et moral (« le téléchargement, c'est du vol », et un État de droit ne peut pas tolérer que le vol devienne un principe de fonctionnement). La décision de contrôler les téléchargements et de punir les contrevenants s'apparente clairement à la volonté de l'État de reprendre le contrôle sur un espace de liberté et d'empêcher tout débordement non conforme aux règles de la société. Il s'agit aujourd'hui de contrôler le « vol » d'œuvres musicales ou cinématographiques. Demain, il sera potentiellement possible de contrôler tout

© Groupe Eyrolles

comportement déviant (visites de sites jugés contraires à la morale du moment). Internet pourrait ainsi passer d'un espace de liberté à un outil de contrôle des individus. Et la justification de ce changement passera essentiellement par des références morales (mettre un terme aux abus, prévenir la société des individus à risque, valider un passif comportemental…). Plus largement, le concept du produit gratuit financé intégralement par la publicité sera certainement revisité.

La société de consommation va également être remise en cause. Les forces sous-jacentes sont puissantes.

Tout d'abord, les ménages vont subir d'une manière ou d'une autre un resserrement de leurs dépenses courantes (soit par baisse des revenus, soit par augmentation de leur taux d'épargne et il s'agit là d'une tendance lourde et durable). Dans ces conditions, les ménages vont recentrer leurs dépenses sur ce qui est utile et délaisser ce qui est accessoire (les dépenses primaires vont demeurer mais les dépenses secondaires vont être progressivement affectées – et en premier lieu les nouvelles dépenses apparues depuis le début de la révolution des moyens d'information). Ils choisiront également d'allonger les périodes de renouvellement des biens de consommation durable (automobile, électroménager, téléphonie et même habillement…). Les secteurs du luxe et des loisirs coûteux (voyages…) seront fortement touchés.

Ensuite, les facteurs d'ordre environnemental vont peser de façon croissante. Ne l'oublions pas, l'environnement sera partie intégrante de la nouvelle doctrine morale. Moralement, il sera beaucoup plus difficile de justifier un changement d'appareil s'il n'est pas agrémenté d'une explication environnementale. On pourra changer de voiture si l'on achète une voiture « verte », mais les amateurs de 4x4 gourmands en essence vont devenir de vrais marginaux et ils devront justifier leur façon de vivre. Certaines formes de consommation vont évoluer. D'après les grands

© Groupe Eyrolles

distributeurs, le petit électroménager qui se vend le mieux en ce moment, ce sont les yaourtières et les machines à pain. Les ménages vont modifier leur consommation et adapter leur façon de vivre pour faire des économies et éviter les sources de dépenses inutiles. Sera-ce le retour des petits plats mijotés à la maison, du bricolage du dimanche et du grand système D ? Ce n'est pas impossible. En tout cas, il est probable qu'une vraie réflexion autour de la consommation et de ses dérives se développera. Même si cela se fait davantage par obligation que par aspiration morale, c'est un pas considérable qui s'annonce. Une certaine forme de société de consommation basée sur l'accumulation de biens a vécu. Un modèle plus respectueux de l'environnement et des vrais besoins de l'individu se mettra en place.

Peut-être n'en viendra-t-on pas jusqu'à une remise en cause profonde de la société de consommation comme celle évoquée par Ivan Illich dans les années 1970. Celui-ci avait, en effet, calculé qu'en intégrant le temps de travail nécessaire à l'achat d'une voiture, la vitesse de celle-ci tombait à moins de 5 km/h (rapport entre la distance parcourue et le temps mis à la parcourir, incluant le temps passé à se donner les moyens du déplacement)… Il arrivait donc à la conclusion de l'inutilité de ce travail et de cette acquisition automobile, oubliant peut-être trop facilement d'autres facteurs comme l'intégration sociale, le besoin de mobilité indépendante… Poussé à l'extrême, ce type de raisonnement pourrait nous « conduire » à choisir de vivre en ermite…

Enfin, il est assez probable que les entreprises de grande distribution, jusque-là épargnées par les médias et par le pouvoir politique, pourraient être à leur tour vilipendées et contraintes à des modifications drastiques dans leur façon d'opérer. Les changements dans l'organisation de la grande distribution viendront soit du consommateur, de plus en plus exigeant et attentif, soit du gouvernement qui souhaitera s'immiscer dans un des rouages essentiels de la consommation de masse.

© Groupe Eyrolles

L'excommunication d'une mère ayant fait avorter sa fillette de neuf ans violée par son beau-père et, dans le même temps, le très controversé retour en grâce de l'évêque intégriste Williamson par le Vatican (qui a annulé son excommunication en dépit de ses sympathies négationnistes) illustrent bien cette volonté de retour aux bonnes vieilles valeurs morales, qui constituent un refuge en temps de crise. D'abord se réconcilier avec la tradition et toutes les valeurs morales qu'elle véhicule pour ensuite mieux s'en inspirer et renouveler du même coup un discours considéré par certains comme décadent. Ces prises de décisions, les discours rétrogrades sur l'usage des préservatifs sont certainement très réfléchis. L'Église constate que les effets de Vatican II et d'un discours trop laxiste ont conduit à un échec pastoral et moral, et qu'il est temps de montrer une ligne dure et inflexible afin de faire revenir des vocations solides. Face à un monde considéré comme décadent, l'Église pressent qu'elle doit jouer un rôle majeur en affichant des valeurs traditionnelles indiscutables. Malgré les critiques et le malaise de certains catholiques, un sillon net et profond a été creusé. Il en appelle d'autres.

Heureusement, le retour aux valeurs morales n'implique pas nécessairement le rejet de toute modernité et la plongée dans des valeurs moyenâgeuses. En effet, il y a tout lieu de penser que l'environnement et l'écologie deviendront des valeurs phares et potentiellement dominantes. L'écologie, à rebours de la dialectique ultralibérale, doit profiter du rejet et de la condamnation de celle-ci. Elle sera de plus mise en avant par les États et les organisations internationales parce qu'elle représente aussi une source potentielle de renouvellement de croissance. La crise est donc bien pour l'environnement une formidable opportunité pour devenir la nouvelle doctrine dominante politiquement correcte. Dans les années 1970, l'écologie soutenue par René Dumont n'était alors que l'idéologie d'une minorité rebelle à la société de consommation. Elle va devenir une idée dominante soutenue et subventionnée par l'État en partie pour mieux s'affranchir des

© Groupe Eyrolles

écarts jusque-là consentis au libéralisme. L'écologie est une rédemption.

Les périodes de crise sont l'occasion d'un repli sur soi, on chasse ou on persécute les responsables présumés. Renaît alors bien souvent le syndrome de l'unité nationale, dont la xénophobie ou le protectionnisme sont des symptômes. Comment faire tenir un peuple découragé, sinon en lui tenant des discours sur la grandeur de son histoire, sur la valeur de sa culture et la force de son caractère. La fierté nationale est un ressort classique pour ressouder une nation qui menace d'imploser sous les coups de boutoir de la crise. Les années 1930 fourmillent d'exemples où les nations au bord du gouffre ont su rebondir grâce à des thématiques nationalistes très fortes prônant la cohésion nationale à tout prix. Les thèses nationalistes vont logiquement profiter d'une renaissance. Elles seront certainement plus subtiles que par le passé, mais les sources sont là.

Le président Obama, tout auréolé de sa gloire nouvelle, n'hésite pas à user de cette veine nationaliste. Il revendique sans complexe le rétablissement du leadership américain. Il va même beaucoup plus loin quand il parle de la nation américaine – « *one nation under God* ». On se retrouve littéralement dans la dialectique du peuple élu qui ne peut que rappeler de mauvais souvenirs. Comme il s'agit de Barack Obama, personne ne remarque cette glissade verbale. Qu'en aurait-il été avec George Bush ou Angela Merkel ?

Si, dans la plupart des pays développés, le nationalisme devrait rester décent, des débordements sont à craindre dans les pays potentiellement fragiles (nouvelles démocraties, pays de l'Est…) ou qui ont récemment montré une certaine complaisance pour des thèses ultranationalistes (Autriche). La méfiance est de mise face à tous les dérapages qui ne manqueront pas d'encombrer la vie politique des pays occidentaux. Nous indiquions plus haut que le pouvoir pouvait mater la foule en lui infligeant la force. Le

© Groupe Eyrolles

schéma nationaliste est un moyen naturel pour contrôler les foules, mais aussi leur faire retrouver leur fierté et leur confiance dans l'avenir, c'est-à-dire faire sortir la nation de la crise.

Nous avons mentionné l'aléa moral qui prévalait dans le système capitaliste. Malheureusement, le principe de l'aléa moral s'est immiscé dans toutes les strates de notre société et dans le comportement de nombreux citoyens, en particulier des hommes politiques. Ceux-ci ont en effet conduit une politique désastreuse sur tout un ensemble de dossiers majeurs. Ils ont laissé des déséquilibres considérables s'installer : au niveau économique et financier (financement de la consommation des ménages américains grâce à l'épargne des pays asiatiques), au niveau des retraites (schéma de Ponzi) et au niveau environnemental (laisser-faire impardonnable). La classe politique est coupable de ne pas avoir su gérer les problèmes et de n'avoir pas voulu essayer de stopper les déséquilibres croissants. L'homme politique au contraire a préféré se concentrer sur du court terme afin de se faire réélire et a péché par procrastination. Il s'est contenté d'aller dans le sens des sondages et des médias pour surfer au gré des vents modernes. Mais il n'a rien construit pour la nation et pour le monde, il n'a bâti qu'une réussite personnelle. Comment ne pas avoir la faiblesse de penser par moments que cet aléa moral des politiques est une conséquence mécanique d'une démocratie ultramédiatisée refusant les projets ambitieux de long terme. Le temps est loin où Colbert faisait planter des chênaies pour construire les vaisseaux des deux ou trois prochains siècles. Bien sûr, on n'en demande pas tant, mais l'aveuglement de certains hommes politiques est révoltant. De tels comportements sont une menace pour la démocratie. Cet affaiblissement conceptuel de la démocratie pourrait justement servir à certains de ses détracteurs pour justifier une forme de gouvernement plus autoritaire.

© Groupe Eyrolles

Chapitre 8

Omniprésence de l'État, tentation totalitaire et recrudescence des conflits armés

La remise en cause du libéralisme

Le libéralisme est sûrement le premier bouc émissaire : il est suffisamment flou pour que les politiques le condamnent sans pour autant avoir à se justifier ou à se renier. C'est en s'attaquant aux excès (non aux fondements) que l'on disposera des armes les plus efficaces. Du coup, tout un ensemble de lois libérales vont être remises en cause ou remises à niveau. Ceux qui se chargeront de la besogne seront soit l'État lui-même (qui trouvera ainsi un moyen très démagogique de satisfaire les désirs du peuple), soit les capitalistes eux-mêmes qui s'autoflagelleront et précéderont les cris des foules.

En conséquence, l'ultralibéralisme est bien mort. Ce n'est plus le marché qui décidera de tout mais une régulation nationale ou internationale. Les États en profiteront pour supprimer toute évasion fiscale (le plan Obama prévoit de récupérer ainsi 210 milliards de dollars) et c'est une véritable chasse aux sorcières qui va se mettre en place contre les riches malhonnêtes. Le

© Groupe Eyrolles

contournement fiscal sera lui-même proscrit et assimilé à de l'évasion. Les hauts salaires seront réglementés et tout sera fait pour que l'écart entre pauvres et riches soit ramené à des niveaux décents et acceptables par l'opinion. Seul l'entrepreneur pourra donc faire fortune. On en revient à une règle essentielle du libéralisme. Le partage de la valeur ajoutée favorisera donc à nouveau les salaires et l'on reviendra à des niveaux proches de ceux des années 1970. Pour son équilibre même, l'État doit se réconcilier avec sa classe moyenne.

Le déclenchement de la crise a mis l'État sur le devant de la scène, obligé d'intervenir pour sauver ce qui pouvait l'être. Sans l'intervention de l'État, la situation aurait été rapidement dramatique. Face à la posture de blocage dans laquelle se trouvaient les banques, l'État est parvenu à s'immiscer dans le jeu financier puis économique en garantissant l'essentiel du système et en faisant ainsi revenir la confiance (ou, à tout le moins, en éradiquant la méfiance), ce qui est essentiel pour espérer un retour à la normale. Les multiples décisions qui ont concerné l'industrie et l'ensemble de l'économie ont permis de sauver de nombreuses sociétés de la banqueroute, tant en France qu'en Europe ou aux États-Unis.

Il ne s'agit donc pas ici de regretter le grand retour de l'État, il a été particulièrement salvateur, mais plutôt de noter que l'État ne souhaite pas s'arrêter là. L'État va garder une mainmise durable sur la finance et l'économie. Après l'explosion du bloc communiste et des économies socialistes au début des années 1990, la grande dérégulation internationale a vu le libéralisme triompher dans tous les pays, et l'État s'effacer progressivement. Désormais, l'État va reprendre un rôle clé dans l'organisation et le contrôle des sociétés. Il ne s'agit pas de corriger à la marge les excès du libéralisme, il s'agit au contraire d'un retour de balancier extrêmement violent qui va conduire à l'avènement d'un capitalisme d'État. Les raisons sont multiples.

© Groupe Eyrolles

Tout d'abord, l'État est devenu de fait un acteur économique et financier majeur. Il est devenu actionnaire (parfois majoritaire) de nombreuses banques, les prêts ou les garanties qu'il a octroyés aux entreprises l'obligent à un devoir de contrôle. Comme souvent, cela part naturellement d'une bonne intention. Le problème est que pour des raisons politiques évidentes (cf. *supra*, chapitre 7, la recherche de boucs émissaires notamment), l'État va aller et va déjà au-delà de cette fonction de contrôle et envisage un rôle de gestion actif. En France par exemple, la création d'une nouvelle banque issue de la fusion entre les Banques populaires et les Caisses d'épargne s'accompagne de la nomination d'un homme du pouvoir, François Pérol. Avec seulement 20 % du capital, l'État français dirigera cette nouvelle banque. Mais pas besoin d'être actionnaire pour imposer ses propres décisions aux banques ou aux entreprises, il suffit de leur avoir prêté de l'argent pour les influencer dans leurs prises de décisions. La détermination des bonus des dirigeants, et plus curieusement des traders, est une volonté politique de l'Élysée. L'État français est omniprésent dans la banque, l'industrie automobile, l'industrie aéronautique, le nucléaire… L'influence du chef de l'État dans le secteur des médias et du BTP n'est un secret pour personne… Si l'on n'y prend garde, les entreprises véritablement indépendantes du giron de l'État ou de ses sphères d'influence seront bientôt minoritaires. Jamais depuis de Gaulle l'État français n'avait concentré autant de pouvoir politique et économique. Le colbertisme est de retour.

Au niveau international, après de longues années de dérégulation, les États devraient remettre en place une grande vague de régulation pour contrôler et calmer le jeu de la mondialisation. Cela concernera la finance avec en premier lieu les marchés financiers (tout particulièrement les marchés de gré à gré, les possibilités de vente à découvert, le recours à l'effet de levier), les fonds d'investissement et les *hedge funds*, les paradis fiscaux, les rémunérations des employés… mais aussi les échanges

© Groupe Eyrolles

commerciaux (contrôle des contraintes environnementales notamment). L'activité économique devra se plier à nouveau aux carcans d'un resserrement des règlements internationaux. Ce qui est paradoxal, c'est, d'un côté, l'appétit très marqué des États pour plus de régulation dans l'économie et, de l'autre côté, leur capacité à s'affranchir des règles et des régulations imposées par les organismes communautaires (anticoncurrence, contraintes budgétaires…). L'État balaye ces paradoxes en s'abritant, non sans raison, sous l'extrême gravité de la situation.

Le retour du socialisme et la tentation totalitaire

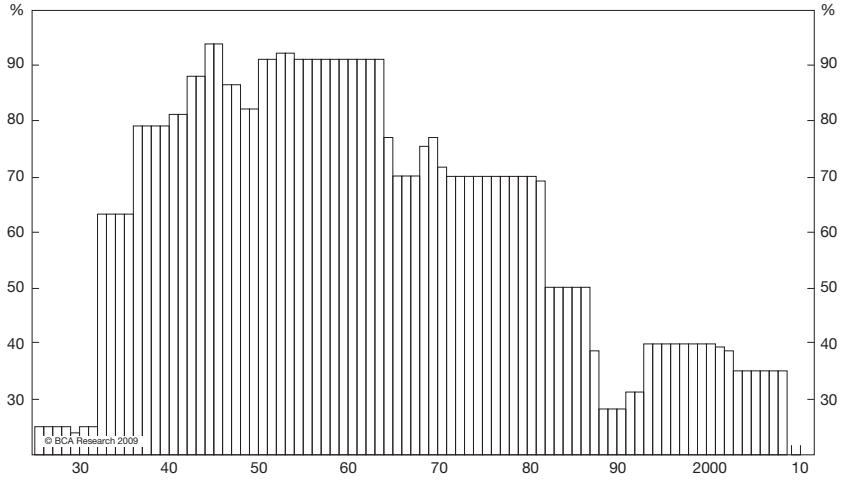
Mais attention, les risques de dérives sont probables. N'oublions pas que la crise du capitalisme des années 1930 s'était soldée par une montée du socialisme et de ses dérivés communistes. Le capitalisme sera en berne pour deux raisons : d'abord parce qu'il a failli et qu'il doit se soumettre à la tutelle de l'État et ensuite parce que l'aversion au risque des entrepreneurs est durable et que ceux-ci adopteront une attitude très défensive, laissant une marge de manœuvre importante à l'État. Mécaniquement, les populations menacées par la crise économique exigeront une meilleure protection de l'État et accepteront donc en contrepartie un plus grand contrôle, quitte à souffrir d'une réduction de certaines libertés.

En contrepartie, l'état devra trouver le financement de l'ensemble de ses dépenses. Aujourd'hui, son action est indolore puisqu'il se finance en créant des déficits, mais demain, les dépenses seront financées par l'augmentation des impôts. Les taxes devraient augmenter sensiblement, comme cela avait été le cas dans le passé. Le graphique 8.1 représente l'évolution du

© Groupe Eyrolles

taux marginal supérieur d'imposition aux États-Unis. On y voit l'explosion de l'imposition à partir du début des années 1930 pour arriver pendant les années 1940 et 1950 à une imposition confiscatoire (90 % et au-delà). La probabilité de voir la fiscalité se retendre sensiblement est donc très élevée, achevant ainsi le règne d'un certain libéralisme.

Graphique 8.1 – Taux marginal supérieur d'imposition aux États-Unis



(Source : IRS.)

L'action de l'État étant beaucoup plus large, celui-ci prélèvera plus de taxes pour financer son action. Les impôts et les charges augmenteront sensiblement et, en France, le principe du bouclier fiscal devrait être rapidement abandonné car appartenant à des idées d'un autre temps. La facture fiscale sera une des premières phases perceptibles de ce bouleversement. Ensuite, les sociétés glisseront progressivement vers plus de socialisme. Un des premiers engagements de Barack Obama est de mettre en œuvre une véritable justice sociale avec un soin particulier pour l'établissement d'une vraie sécurité sociale, digne d'un grand pays démocratique. Cette évolution vers plus de socia-

© Groupe Eyrolles

lisme sera plus ou moins marquée selon les pays. Il est très envisageable que d'anciens pays communistes puissent montrer une certaine nostalgie à l'égard de l'ancien régime (un monde sûr, sans chômage et sans crise) et décident d'y revenir d'une façon ou d'une autre.

Sur un plan plus politique, la liberté sera plus contrainte. En France, la volonté récente de supprimer la fonction du juge d'instruction indépendant au profit d'un juge dépendant du pouvoir exécutif laisse naturellement la place à un meilleur contrôle des décisions judiciaires par le pouvoir en place.

Au-delà du risque communiste, l'incursion croissante de l'État dans les sociétés et la montée naturelle du socialisme risquent bien de s'accompagner d'une réduction des libertés et d'un plus grand contrôle de l'individu. La prise de contrôle de l'État sur les libertés individuelles s'est manifestée avant même le déclenchement de la crise (écoutes, transmissions des fichiers…) et sera aidée par les outils électroniques (interception de la correspondance électronique et téléphonique, GPS…). Le retour d'une certaine forme de totalitarisme est donc bel et bien une menace qu'il serait impardonnable de prendre à la légère.

Des conflits et des guerres

Les vingt dernières années depuis la fin de l'ère soviétique ont été marquées par la montée en force de la démocratie, notamment en Europe de l'Est et en Amérique du Sud. Jamais dans l'histoire de l'humanité autant de peuples n'avaient joui de la démocratie (82 pays sont à peu près démocratiques et 140 environ pratiquent des élections plus ou moins libres). Il s'agit d'un record qui ne devrait pas être battu avant des décennies. En effet, la crise économique risque de coûter leur liberté à de nombreux pays,

© Groupe Eyrolles

qui pourraient basculer dans des régimes totalitaires. Les anciens pays du bloc communiste et certains pays d'Amérique du Sud sont des candidats naturels à un tel recul. La tentation – de gré ou de force – de revenir dans le giron russe ou américain sera forte pour certains d'entre eux, et on en voit déjà les premiers stigmates en Géorgie ou en Ukraine. La Russie essaiera de profiter de l'affaiblissement de ses anciennes républiques pour les annexer à nouveau et leur imposer son joug. L'affaiblissement considérable de certains pays de l'Est est une formidable aubaine pour la Russie, qui ne ratera sûrement pas les prochaines occasions.

Dans certains cas, la tentation d'un Anschluss (sincère ou résultant d'une manipulation) de certains pays économiquement affaiblis et doutant de leur avenir pourrait resurgir. Le souhait de certains Moldaves de se rattacher à la Roumanie en est une bonne illustration. À l'inverse, des aspirations indépendantistes pourraient devenir plus pressantes pour se libérer d'un « envahisseur » incapable de résoudre les problèmes économiques. Le retour d'États plus forts et éventuellement totalitaires devrait s'accompagner également de comportements plus agressifs à l'égard de pays voisins ou d'autres communautés. Il est tentant pour un gouvernement de détourner l'attention du peuple de ses propres faiblesses en le focalisant sur un potentiel danger extérieur. Celui-ci devient le bouc émissaire, la source des principaux maux du pays (des situations de blocage d'oléoducs ou de gazoducs, par exemple, ou encore des problématiques d'accès à l'eau ou à la mer peuvent parfaitement faire l'affaire). La montée des agacements nationaux et des vieilles querelles pourraient donc être à l'origine de nouveaux conflits régionaux.

La guerre est souvent dénoncée comme une des conséquences des crises économiques. Elle est en fait l'apothéose, le point culminant des comportements en chaîne constatés pendant ces périodes : protectionnisme, xénophobie, recherche de boucs

© Groupe Eyrolles

émissaires, État dominateur et éventuellement totalitaire, foules en demande… La guerre apparaît comme la solution pour débloquer les difficultés et résoudre les problèmes. « Pour en découdre avec l'ennemi ! »

Il ne s'agit pas ici de hurler avec les loups et de proclamer l'arrivée incontournable d'une troisième guerre mondiale. Celle-ci semble en fait assez improbable. En revanche, la multiplication de conflits régionaux paraît inévitable. Potentiellement, ces conflits pourraient faire entrer en lice certaines grandes nations, mais celles-ci devraient avoir l'habileté d'éviter tout affrontement direct avec d'autres pays majeurs. Dans une telle éventualité, les impétrants libéraux essaieraient de trouver un terrain de jeu éloigné de leurs propres bases (comme cela avait été le cas pendant la guerre froide) et les grandes démocraties devraient rester solidaires.

Il n'est sûrement guère utile de rappeler toutes les sources potentielles de conflits larvés ou de tensions très vives (Moyen-Orient, Afghanistan-Pakistan, Corée, ancienne zone de domination soviétique, Taïwan, Inde, provinces chinoises, corne de l'Afrique…), mais il est assez probable que l'une ou sûrement plusieurs de ces zones basculeront dans un état de guerre, entraînant avec elles une cohorte d'alliés ou de nations prenant parti et s'engouffrant à terme dans un engagement militaire.

Plus la crise (ou son prolongement) sera durable et longue, plus l'instabilité géopolitique sera manifeste. Le jeu multipolaire à géométrie variable devrait être complexe et pourrait entraîner des conséquences *a priori* improbables. La diplomatie internationale devra se montrer d'une extrême vigilance si elle veut éviter les conséquences éventuellement dramatiques de certains conflits régionaux.

© Groupe Eyrolles

Partie 3

Perspectives économiques et monétaires

Les éléments présentés dans la deuxième partie indiquent que les conséquences possibles de la crise en ce qui concerne l'évolution de la société seront notamment : une société plus dure, plus protectionniste et refermée sur elle-même, moins démocratique, politiquement moins stable, plus socialiste et moins libérale avec des risques élevés de conflits régionaux aux conséquences incertaines sur les approvisionnements et le commerce. L'ensemble converge donc vers un environnement beaucoup plus incertain et peu propice à l'initiative libérale. L'entrepreneur aura face à lui un terrain de jeu plus hostile, sans comparaison avec les conditions de ces trente dernières années.

Les conséquences de la crise sur la société devraient avoir un impact négatif sur le plan économique. L'objet de la troisième partie est justement de présenter les perspectives économiques et monétaires qui nous paraissent les plus probables. Prenant acte des influences négatives présentées dans la partie précédente, nous observerons dans un premier temps les évolutions géopolitiques auxquelles on peut s'attendre et tout

© Groupe Eyrolles

particulièrement la thématique du déclin de l'empire américain. Nous en profiterons également pour aborder des facteurs structurels qui nous paraissent majeurs pour apprécier l'environnement économique à venir : la démographie et l'environnement.

Dans un second temps, nous analyserons en détail les perspectives économiques et monétaires. Nous présenterons les principales mesures budgétaires et monétaires prises par les États et les banques centrales puis, en nous appuyant notamment sur l'analyse des cycles, nous détaillerons les grandes lignes de ce que pourrait être l'économie de demain en termes de croissance et d'inflation.

© Groupe Eyrolles

Chapitre 9

Les bouleversements structurels et géopolitiques

La contrainte démographique

La démographie est au cœur du principe de croissance. Un pays disposant des conditions de développement nécessaires et suffisantes a d'autant plus de chances de connaître une forte croissance que sa démographie y est favorable (population jeune et croissance régulière et forte de la population, fécondité au-dessus du seuil de renouvellement, soit 2,1). À l'inverse, un pays dont la démographie est défavorable aura beaucoup de difficultés à maintenir une croissance positive à long terme (comme c'est le cas, par exemple, au Japon depuis plusieurs années). Une part non négligeable de la croissance américaine provient de sa croissance démographique (entre le tiers et la moitié). En revanche, les pays en décroissance démographique comme l'Allemagne ou le Japon montrent des difficultés à afficher des taux de croissance élevés et même positifs (dans le cas du Japon).

Le tableau 9.1 met en lumière les difficultés évidentes de l'Allemagne, du Japon ou de l'Italie. Il montre également que la position de la France a tout lieu d'être enviée par nombre de pays occidentaux : il y a plus de jeunes que de seniors et le taux de natalité est un des plus forts d'Europe. Les États-Unis affichent également une santé démographique intéressante qui pourrait être très précieuse à l'avenir pour espérer un rebond de l'écono-

© Groupe Eyrolles

mie américaine : en 2040, le pays devrait rester la troisième puissance démographique mondiale avec près de 420 millions d'habitants. À l'inverse, les pays en fort développement (à l'exception de la Russie qui affiche un solde inquiétant avec l'une des pires espérances de vie à moins de soixante ans pour les hommes) montrent une santé impressionnante qui devrait permettre de nourrir une croissance forte et durable.

Tableau 9.1 – Distribution et structure de la population dans les principaux pays du monde

Population (millions d'habitants)		% → 65 ans	% ← 15 ans	Chômage
Monde	6 832	7,80 %	7,80 %	7,80 %
USA	309	13,10 %	19,40 %	8,10 %
France	65	16,80 %	17,70 %	8,10 %
Royaume-Uni	61	16,60 %	15,80 %	6,50 %
Canada	33	15,90 %	15,20 %	7,70 %
Allemagne	82	20,40 %	12,90 %	8,10 %
Italie	58	20,60 %	12,70 %	6,90 %
Japon	126	22,90 %	12,50 %	4,40 %
Chine	1 347	8,40 %	18,70 %	4,20 %
Brésil	195	6,70 %	25,40 %	8,50 %
Mexique	112	6,60 %	27,00 %	5,30 %
Inde	1 184	5,60 %	29,80 %	7,32 %

(Source : Bloomberg.)

© Groupe Eyrolles

Avec des taux de natalité très bas (entre 1,2 et 1,5 enfant par femme), l'Europe aura beaucoup de mal à prétendre à des taux de croissance attractifs. Rappelons que la croissance de certains pays comme l'Espagne ou le Royaume-Uni a bénéficié de biais spéculatifs marqués (bulle immobilière exceptionnelle accompagnée d'un phénomène de rattrapage économique par rapport au reste de l'Europe et bulle bancaire et financière en Grande-Bretagne). La disparition de ces biais annonce donc des perspectives de croissance très mornes. Par ailleurs, l'Allemagne qui, jusqu'à présent, compensait son déficit démographique par une forte présence à l'exportation va voir un de ses principaux moteurs de croissance s'affaisser durablement. Seule la France dispose d'une démographie encore favorable (2,1 enfants par femme) à tel point que la population française dépassera la population allemande et deviendra la plus importante d'Europe d'ici à 2040. Cette vigueur démographique est naturellement une chance pour assurer une certaine vitalité économique. Enfin, certains pays bénéficient de flux migratoires importants, comme le Royaume-Uni ou l'Irlande. Mais rien ne permet de certifier la stabilité de ces flux. Au contraire, la crise économique a de fortes chances de voir les frontières se refermer davantage, réduisant sensiblement les flux migratoires, qui, dans certains pays, pourraient même s'inverser. Le tableau 9.2 illustre la dynamique démographique des pays européens.

© Groupe Eyrolles

Tableau 9.2 – Évolution de la population dans les pays de l'Union européenne en 2007

Population au 1er janvier 2008 (en milliers)		Taux brut de natalité (2)	Taux brut de mortalité (2)	Taux d'accroissement naturel (2)	Taux brut de solde migratoire (3)	Taux brut d'accroissement total (2)
Irlande	4 420	16,2	6,3	9,8	14,7	24,6
Chypre	795	10,8	6,9	4,0	16,3	20,2
Espagne	45 283	10,9	8,5	2,4	15,6	18,0
Luxembourg	484	11,4	8,1	3,4	12,5	15,9
République tchèque	10 381	11,1	10,1	1,0	8,1	9,1
Italie	59 618	9,5	9,6	– 0,1	8,3	8,2
Belgique	10 667	11,4	9,5	1,9	5,9	7,7
Royaume-Uni	61 270	12,4	9,6	2,8	4,9	7,7
Slovénie	2 026	9,7	9,1	0,7	7,0	7,7
Suède	9 183	11,7	10,0	1,7	5,9	7,6
Malte	411	9,5	7,6	1,9	4,9	6,8
Danemark	5 476	11,7	10,2	1,6	4,2	5,8
France	63 753	12,8	8,3	4,6	1,1	5,7

© Groupe Eyrolles

© Groupe Eyrolles

Union européenne	497 566	10,6	9,7	0,9	4,1	5,0
Finlande	5 300	11,1	9,3	1,8	2,6	4,4
Autriche	8 332	9,2	9,0	0,2	3,8	4,0
Grèce	11 215	9,8	9,6	0,2	3,7	3,9
Pays-Bas	16 404	11,0	8,1	2,9	– 0,1	2,8
Portugal	10 618	9,7	9,8	– 0,1	1,8	1,7
Slovaquie	5 401	10,1	10,0	0,1	1,3	1,4
Pologne	38 116	10,2	9,9	0,3	– 0,5	– 0,3
Estonie	1 341	11,8	13,0	– 1,2	0,1	– 1,1
Allemagne	82 222	8,3	10,0	– 1,7	0,6	– 1,1
Roumanie	21 529	10,0	11,7	– 1,7	0,0	– 1,7
Hongrie	10 045	9,7	13,2	– 3,5	1,4	– 2,1
Lettonie	2 271	10,2	14,5	– 4,3	– 0,3	– 4,6
Bulgarie	7 640	9,8	14,8	– 4,9	– 0,2	– 5,1
Lituanie	3 366	9,6	13,5	– 3,9	– 1,6	– 5,5

Note : Données provisoires. Pays classés par taux d'accroissement total de la population en 2007 décroissant.
2. Pour 1 000 habitants.
3. Taux d'accroissement de la population imputable au solde migratoire, pour 1 000 habitants.

(Source : Eurostat.)

Le vieillissement des populations : facteur de déséquilibres

La déformation démographique qui résulte du déficit de natalité engendre un vieillissement significatif de la population, facteur considérable de déséquilibres.

Le premier déséquilibre est dû à la domination progressive des seniors au sein de la nation. Par exemple, en Allemagne, plus d'un électeur sur deux a plus de cinquante ans et, dans quelques années, la pyramide des âges sera à tel point déformée que les plus de cinquante ans deviendront majoritaires en nombre. Cela conduit donc naturellement à des comportements de consommation beaucoup moins dynamiques et potentiellement même à une décroissance de la consommation. Les besoins des seniors sont moindres et ils sont moins sujets aux phénomènes de mode.

Le deuxième déséquilibre économique généré par le tassement démographique est celui des retraites. Les hommes politiques, par calcul « court-termiste » et par faiblesse, ont toujours remis à plus tard la mise en place de solutions durables et équitables entre les générations. Or, demain, les jeunes générations, de moins en moins nombreuses, devront payer deux types de retraites : la retraite par répartition pour les vieilles générations (dont le nombre ne cessera de croître, entraînant ainsi un coût sans cesse croissant) et leur propre retraite par capitalisation (s'ils veulent avoir une chance de vieillir décemment). Dans ces conditions, les générations post-baby boom paieront un très lourd tribut aux vieilles générations, ce qui devrait logiquement entamer significativement leur capacité de consommation. Des experts ont estimé que, dans certains pays, jusqu'à 50 % du revenu des actifs pourrait être consacré aux retraites. Ces nouvelles générations, nos enfants, devront payer pour les excès et l'irresponsabilité des vieilles générations. Leur revenu sera amputé et ils devront travailler beaucoup plus longtemps (sûrement jusqu'à soixante-dix ans, et peut-être au-delà…). Les

© Groupe Eyrolles

progrès de la médecine et l'allongement de l'espérance de vie étant en l'espèce l'ennemi du bien… Les jeunes générations hériteront de ce fardeau sans rien pouvoir y changer. Rappelons qu'au niveau politique, ce sont les seniors qui ont le pouvoir (ils votent davantage que les jeunes et deviennent majoritaires au niveau électoral – comme c'est le cas en Allemagne). Les élus et les décideurs sont également majoritairement âgés de plus de cinquante ans. Les hommes politiques se faisant élire par les seniors, ils doivent proposer et appliquer des politiques favorables et complaisantes à l'égard de leurs principaux électeurs.

Des luttes sociales entre générations sont possibles. Elles seront nécessaires si les jeunes veulent se faire entendre. N'oublions pas également qu'à côté du problème des retraites, le fardeau de la dette constituée aujourd'hui devra être supporté par les jeunes générations. On perçoit ici l'aspect insoutenable, irresponsable et suicidaire d'une dette excessive. Par exemple, le Japon, pays le plus vieux du monde, dispose également d'une des dettes les plus lourdes (près de 200 % du PIB). La politique de la reculade permanente est là, proprement hallucinante : un homme qui est à quelques mois de son départ à la retraite et qui sait qu'il verra ses revenus diminuer ne s'amuserait pas à s'endetter pour plus de deux fois son revenu annuel (et s'il essayait, son banquier refuserait une telle opération). Et pourtant c'est ce que fait le Japon aujourd'hui et les investisseurs n'hésitent pas à prêter !

La démographie des pays occidentaux, dans un contexte de déséquilibre des comptes sociaux et budgétaires, représente donc un obstacle majeur à une croissance saine et durable. Elle constitue de ce fait une menace pour la stabilité sociale et politique. Schématiquement, les jeunes générations héritent des dettes de leurs parents et doivent en prime assurer leurs vieux jours. Soit elles assument ce lourd fardeau en acceptant son coût pharaonique en termes de qualité de vie. Soit elles le rejettent en imposant différents types de solutions : de la solution violente (baisse des retraites par exemple) à la solution douce (politique

© Groupe Eyrolles

inflationniste permettant d'alléger le fardeau de la dette et de ruiner les rentiers, c'est-à-dire les vieilles générations).

Une croissance démographique encore très forte au niveau mondial

Au niveau mondial, la population s'élève aujourd'hui à environ 6,8 milliards d'êtres humains et devrait atteindre le seuil de 9 milliards en 2040. Et il semble par la suite que le seuil des 10 milliards d'habitants devrait constituer une limite critique à partir de laquelle la population mondiale devrait amorcer une très lente décrue vers la fin du siècle.

Le taux de progression ralentit grâce notamment à une baisse visible du taux de fécondité qui est tombé en moyenne à 2,6 (alors qu'il était proche de 4 il y a quelques dizaines d'années). Ce taux semble vouloir converger vers le seuil de simple reproduction situé à 2,1 (certaines prévisions tablent pour une convergence vers ce seuil dès les années 2020-2030). La baisse du taux de natalité est une bonne nouvelle car elle est à la fois le témoin d'un taux d'alphabétisation croissant (la corrélation entre les deux est établie) et le garant d'une réduction des risques de surpopulation et donc de famines à travers le monde.

Si cette décélération et la perspective d'un seuil maximum de population constituent des bonnes nouvelles, il n'en demeure pas moins que la croissance absolue de la population mondiale est un problème majeur : il faudra parvenir à nourrir 3 à 4 milliards d'humains supplémentaires. Rien ne dit aujourd'hui que les ressources agricoles seront suffisantes pour y parvenir. Sur le plan strictement économique, cela garantit un certain taux de croissance pour les pays déjà en développement (Chine, Inde, pays asiatiques…), mais annonce des difficultés croissantes pour les pays déjà en marge, comme c'est le cas de la plupart des pays africains. En tout état de cause, la demande de produits

© Groupe Eyrolles

agricoles et énergétiques continuera à être très forte. La forte croissance mondiale ne peut avoir que des effets dopants sur la demande globale de matières premières et potentiellement sur la croissance mondiale, à condition que la croissance démographique agisse sur un certain nombre de pays suffisamment développés pour générer de la croissance. Ce sera en partie le cas pour l'Asie, mais malheureusement une grande partie de cette croissance démographique sera concentrée sur l'Afrique. Les effets en termes de relais de croissance au niveau mondial demeurent donc assez incertains.

D'une manière plus large, le contexte de croissance démographique et la perspective de voir 3 milliards d'individus supplémentaires à nourrir est un sujet d'inquiétude immense que les incertitudes environnementales ne peuvent, comme nous allons le voir, que renforcer.

Les incertitudes environnementales

Les incertitudes environnementales sont multiples mais trouvent leur source principale dans les problèmes liés à la pollution et au dérèglement climatique. En particulier, le réchauffement climatique est actuellement reconnu comme crucial. D'ici à la fin du siècle, la température de la planète devrait progresser d'au moins 1,5° et pourrait même bondir de 5 à 7° selon les hypothèses les plus pessimistes. Quel que soit le scénario, il s'agit d'une vraie catastrophe, synonyme de dérèglements climatiques. La fonte des glaces aux pôles et sur les montagnes, l'élévation générale du niveau de la mer et l'instabilité des températures devraient augmenter les déséquilibres hydriques : les régions sèches seront encore plus arides (moins de pluie, baisse du débit des fleuves…) et les régions humides devraient l'être encore plus (le débit moyen des fleuves pourrait augmenter de 10 à 40 %,

© Groupe Eyrolles

déclenchant des crues extrêmement destructrices), tout en étant régulièrement balayées par des cyclones de plus en plus dévastateurs. La diminution du manteau neigeux dans l'hémisphère Nord et la fonte des glaciers impliqueront un véritable assèchement estival et une réduction de l'eau disponible pour les cultures.

Toutes les personnes qui s'intéressent à l'avenir de la planète et, logiquement, tous les responsables politiques un peu sérieux sont conscients de cette catastrophe programmée. Pourtant, rien, ou presque, n'a véritablement changé. La vie continue comme si de rien n'était. On sait que le mur se rapproche à grande vitesse mais on hésite à faire usage des freins, de peur de secouer les passagers endormis… Formidable aléa moral. Alors que ce devrait être, depuis longtemps, l'obsession première des États, ceux-ci n'ont cessé de reculer ou d'avancer en crabe en espérant un mauvais rêve ou que, sur un malentendu, les choses s'arrangeraient d'elles-mêmes. Petits égoïsmes nationaux, petits calculs électoraux, grandes influences de certains lobbies… le résultat est accablant. Mais enfin, au détour d'une explosion des prix pétroliers, la crise a ceci de bon qu'elle semble avoir réveillé certaines consciences… ou plutôt certains appétits industriels qui sentent les effluves de futurs profits potentiels. Les États, en manque d'inspiration sur la bonne stratégie industrielle, ont trouvé là un bel os à ronger. Il était temps, mais attention aux politiques dénuées de sens écologique.

La dynamique du réchauffement est tellement grave que certains experts considèrent que même l'arrêt de toute activité humaine ne pourrait aujourd'hui l'empêcher : la hausse des températures est inéluctable. L'objectif premier des États est aujourd'hui d'encadrer les effets de la pollution et tout spécifiquement d'intervenir pour contenir l'émission de gaz à effet de serre (GES), principale cause identifiée du réchauffement. Jusqu'à présent, les émetteurs de GES n'étaient pas pénalisés ou très peu, du coup, les industriels étaient peu motivés pour adapter leur outil de

© Groupe Eyrolles

production. Désormais, l'objectif est de taxer les émissions de GES de plus en plus lourdement, de façon à motiver des choix industriels écologiques et à faire payer les externalités négatives. Cela aura donc un impact mécanique sur le coût et la production de ces biens.

Le secteur des transports est la deuxième source pour les émissions globales de CO_2 (avec près de 20 %), derrière la production d'électricité (combustion du charbon), et devrait devenir prépondérant d'ici à 2030 (plus de 25 % prévus d'ici à 2030). Les transports expliquent près de 90 % de l'augmentation de la consommation de pétrole de ces trente dernières années. On le comprend, la nécessité de produire des voitures propres est incontournable et constitue un axe essentiel des politiques environnementales. La deuxième priorité concerne bien sûr le contrôle de la production d'électricité, souvent produite par des centrales thermiques (charbon, gaz, pétrole…) extrêmement polluantes et fortement émettrices de CO_2. La France fait figure d'exception avec son parc de centrales nucléaires réputées quasiment propres pour l'environnement. Les gouvernements poussent donc fortement au développement de l'énergie éolienne et solaire, qui devrait permettre dans un premier temps d'absorber la croissance de la consommation d'électricité, puis, peu à peu, représenter jusqu'à 10 ou 20 % de la production électrique. L'industrie verte représente donc un très fort potentiel économique et pourrait constituer un relais de croissance intéressant pour les économies occidentales. Dans l'histoire, le développement d'une nouvelle source d'énergie a souvent été un moteur de croissance important. Cependant, quand c'était le cas, il s'agissait d'une innovation majeure, soit parce que l'énergie offrait des rendements incomparables ou beaucoup moins chers, soit parce qu'elle pouvait prendre une forme facile à utiliser et aisément transportable (comme c'est le cas de l'essence). Aujourd'hui, l'énergie nouvelle produite ne changera pas grand-chose à notre mode de vie, le coût de production n'étant pas nécessairement

© Groupe Eyrolles

meilleur marché. Au-delà de la diminution des émissions de CO_2, il y aura beaucoup d'investissements pour peu de changements tangibles. Pour nécessaire qu'elle soit, cette évolution ne sera donc pas un progrès susceptible d'emporter l'économie mondiale dans une nouvelle croissance.

Comme le reconnaissent les spécialistes, la meilleure façon de faire baisser la consommation d'énergie est d'en augmenter le prix. À défaut d'une hausse issue directement de la pression entre l'offre et la demande, la hausse des taxes sur l'énergie ou sur certains types d'énergie sera la mesure la plus efficace pour en réduire la consommation et faire subir au consommateur l'intégralité des externalités négatives. Le monde a vécu trop longtemps avec une énergie (trop) bon marché. L'impératif écologique aura pour objet de tenter de corriger les excès d'antan.

Par ailleurs, il faudra se méfier des fausses bonnes idées comme, par exemple, le développement du pétrole vert (Diester et autre bioéthanol), qui s'avère être une calamité pour la production agricole. En effet, non seulement la qualité énergétique de ce pétrole vert est faible (la production de 130 litres d'éthanol utilise 100 litres de pétrole), mais surtout les surfaces plantées sont autant de surfaces retirées pour la production destinée à la consommation humaine ou animale. En ces périodes d'explosion démographique et de crise alimentaire, le bilan global de l'éthanol est donc très discutable. Et il le devient encore davantage quand on sait qu'au Brésil, par exemple, il participe à une déforestation effrénée qui s'accompagne d'une augmentation significative des émissions de CO_2 (la suppression de forêt est en soi un désastre qui libère en outre des quantités considérables de CO_2).

L'eau

L'eau sera une des premières ressources affectées par le réchauffement et les changements climatiques. L'accès à l'eau potable

© Groupe Eyrolles

est un luxe. Plus d'un milliard d'êtres humains manquent aujourd'hui d'eau potable. Demain, l'explosion démographique, couplée avec l'urbanisation massive de la population, ne pourra qu'aggraver les choses, et ce seront sûrement plus de 2 milliards d'individus qui souffriront du manque d'eau. L'eau va devenir au cours de ces prochaines années un facteur d'instabilité et une source de grands déséquilibres. Nous l'avons vu, l'eau sera plus rare encore dans les zones déjà sèches, et trop abondante, c'est-à-dire destructrice, dans les zones humides, entraînant aussi la pollution des stocks destinés à la consommation. De plus, la montée des océans augmentera la salinité des eaux littorales. L'eau sera donc plus rare, plus polluée (dans certaines régions, l'utilisation abusive d'engrais entraîne un niveau excessif de concentration en nitrate dans les eaux souterraines, la rendant dangereuse voire impropre à la consommation humaine) et plus coûteuse.

L'agriculture sera directement impactée par la problématique de l'eau. L'eau sert en premier lieu à la production agricole et en particulier aux cultures irriguées (70 % des prélèvements d'eau) dont le rendement est assez efficace (17 % des terres cultivées sont irriguées et leur production représente 40 % de l'alimentation mondiale). La production agricole destinée au bétail progresse vite : on estime à environ 40 % la production céréalière destinée au bétail. Surtout, elle est très consommatrice d'eau. En France, par exemple, la culture du maïs et du fourrage consomme près de 60 % de l'eau utilisée pour des besoins agricoles. Au final, on estime que la production de 1 kilogramme de viande de poulet nécessite 3,5 tonnes d'eau, et qu'il en faut 51 tonnes pour produire 1 kilogramme de mouton. Pour 1 kilogramme de bœuf élevé en batterie, il faut 43 tonnes d'eau, tandis qu'un bœuf bio élevé en liberté peut en consommer de 120 à 200 tonnes. Enfin, le bétail est aussi une source non négligeable d'émission de CO_2. La croissance démographique et l'augmentation du niveau de vie moyen s'accompagneront d'une

© Groupe Eyrolles

alimentation plus riche, plus consommatrice de viande. La demande d'eau pour l'agriculture et le bétail va donc continuer à progresser sensiblement. Les pénuries alimentaires dans les régions défavorisées se feront plus incisives tandis que les populations riches continueront à se suralimenter.

L'accès à l'eau potable qui est déjà être l'objet de conflits dans des régions déficitaires sera une source croissante de tensions. L'utilisation incontrôlée de barrages, la pollution des eaux (par engrais ou par rejet d'eaux usées…), le pompage abusif de l'eau des fleuves, etc., sont autant de situations conflictuelles pouvant dégénérer en guerre régionale.

Dans une interview au *Financial Times*, Peter Brabeck, actuel patron de Nestlé, fait part de ses inquiétudes sur les risques inflationnistes, mais surtout exprime ses craintes sur la situation alimentaire. Il relève que la demande alimentaire globale s'accroît de 3 à 4 % par an et que la crise alimentaire dans laquelle nous nous trouvons empire chaque jour, particulièrement pour les plus démunis. Il fustige les biocarburants qui nécessitent en moyenne 9 100 litres d'eau pour produire un litre d'essence pure. Selon lui, le pire des scénarios serait de continuer à traiter l'eau comme une commodité sans prix. Nous serons privés d'eau avant de connaître des difficultés sur le pétrole, lance-t-il. Venant de la première compagnie agroalimentaire mondiale, ces propos sont à prendre très au sérieux.

Tout comme l'énergie, le prix de l'eau est sans rapport avec son utilité. Une eau trop bon marché implique des dysfonctionnements dans sa consommation sans nullement intégrer le fait qu'elle est un bien unique et rare et qu'elle doit être utilisée avec respect, et idéalement avec parcimonie. La consommation journalière moyenne d'un Américain est de 575 litres (et dépasse les 1 000 litres dans certains déserts comme l'Arizona). Elle est de 200 litres pour un Français (contre seulement 6 litres il y a un siècle) et inférieure à 10 litres par habitant dans de nombreux

© Groupe Eyrolles

pays d'Afrique. L'eau est donc gaspillée sous nos latitudes et manque cruellement dans certaines zones. Le gaspillage fonctionnel lié aux fuites, au drainage et à l'évaporation représenterait jusqu'à 45 % de la consommation d'eau… Mais cette abondance apparente a un coût qui pourrait à terme être insupportable. Il reviendra aux États d'apprécier le véritable prix de l'eau (et pas seulement son coût de production et de distribution) en y intégrant les externalités négatives. Taxer l'eau deviendra une nécessité si l'on souhaite enfin disposer d'une vision durable…

Destruction des écosystèmes et dérèglements en tout genre

Le réchauffement climatique devrait entraîner une élévation du niveau moyen des océans. Selon le Groupe intergouvernemental d'experts sur l'évolution du climat (GIEC), celle-ci pourrait atteindre entre 18 et 59 centimètres d'ici à la fin du siècle. D'autres experts, beaucoup plus pessimistes, font remarquer que les prévisions du GIEC ne prennent pas en compte la fonte des calottes glaciaires du Groenland et de l'Antarctique. Or leur rôle serait en réalité majeur, au travers de la fonte des glaces mais surtout de leur « écoulement » dans la mer. Ce phénomène serait beaucoup plus massif et beaucoup plus rapide que prévu et pourrait provoquer une montée des océans de 75 à 190 centimètres d'ici à 2100. Au-delà des polémiques d'experts, il est certain que les conséquences économiques et géopolitiques d'un tel phénomène sont absolument considérables. Cela est synonyme de disparition d'îlots et de territoires littoraux entiers. Pour les zones où cela est possible la construction d'ouvrages de protection (digues, remparts…) se fera à des coûts considérables.

Des répercussions en cascade sont également à craindre. Certains écosystèmes qui, jusqu'à aujourd'hui, stockent près de

© Groupe Eyrolles

25 % des émissions mondiales de carbone sont menacés. Cette capacité de stockage devrait culminer vers 2050, avant que les écosystèmes fragilisés par le réchauffement ne se mettent à leur tour à relâcher du CO_2 dans l'atmosphère, aggravant ainsi le phénomène.

D'autres effets ont commencé à jouer : le syndrome d'effondrement des colonies d'abeilles ou CCD (pour l'expression anglaise *colony collapse disorder*) est le nom donné au phénomène de disparition des abeilles. Or, les abeilles sont responsables de la pollinisation de plus de 80 % des plantes à fleurs de la planète. Sans abeilles nous perdons de fait notre capacité à nous nourrir. Les trois quarts des végétaux qui nourrissent l'humanité en dépendent... Les États-Unis auraient déjà perdu plus de la moitié de leurs abeilles et beaucoup d'autres pays sont touchés, y compris l'Europe. Les causes de cette disparition pourraient être la combinaison de plusieurs traitements (certains pesticides – comme le Gaucho – et certains OGM). On ne sait pas à ce jour quel impact réel une éventuelle disparition des abeilles peut avoir sur la nature et surtout comment y parer. Le risque serait bien sûr que les coupables (chimie et OGM) soient considérés comme la solution au problème. C'est malheureusement un scénario crédible.

Hélas, la liste ne s'arrête pas là et nous ne traitons ici que des conséquences économiques (la disparition de milliers d'espèces naturelles est un coût inestimable). Mesurer le coût de l'ensemble des conséquences du réchauffement climatique est assez difficile. Certains se sont risqués à parler de 4 à 5 trillions de dollars (soit à peine plus que le coût de la crise financière). Cela semble peu mais surtout erroné en ce sens où, quelles que soient les sommes dépensées, on ne parviendra jamais à revenir en arrière : l'eau manquera, les océans envahiront les terres, les déluges cycloniques se feront plus nombreux, la pollution sera insupportable… L'argent dépensé permettra seulement de préserver une partie du patrimoine naturel dont nous jouissons

© Groupe Eyrolles

encore aujourd'hui. Les efforts entrepris permettront simplement d'éviter que la catastrophe ne soit encore pire, en espérant aussi très fort que les experts en climatologie se soient lourdement trompés…

Il faut encore ajouter les risques de pandémie, en grande partie liés aux dérèglements climatiques et à la mondialisation. Ces risques font peser une menace permanente sur les populations et les transports des biens et des personnes. Le coût potentiel d'une pandémie est considérable tant du point de vue humain (plusieurs dizaines de milliers de morts) qu'économique (arrêt des échanges, repli sur soi, risques de pénuries, activité économique interrompue ou fortement perturbée…).

La facture a donc toutes les chances d'être élevée. Et cela paraîtra d'autant plus indigeste que toutes les sommes investies pour protéger l'existant ne pourront pas être perçues comme contribuant à l'amélioration du bien-être, mais seulement à sa défense.

Déclin et naissance des grandes puissances

Les crises sont généralement l'occasion de valider la domination d'un pays ou d'une zone géographique ou au contraire d'entériner le déclin du pays jusque-là dominant au profit de la montée en puissance de nouveaux acteurs. Si la crise des années 1930 a permis aux États-Unis de confirmer sa domination sans partage, la crise actuelle devrait bel et bien remettre en cause cette prédominance et signer l'amorce du déclin américain. L'Asie, et en particulier la Chine et l'Inde, est certainement la mieux armée pour prendre le relais de ce nouveau monde.

© Groupe Eyrolles

Le déclin des États-Unis

Déclin géopolitique

C'est par une jolie formule qu'Emmanuel Todd, comme pour proposer un contrepoint à la fameuse phrase de Reagan (« l'État n'est pas la solution, c'est le problème »), débute son livre *Après l'empire* : « Les États-Unis sont en train de devenir pour le monde un problème. Nous étions plutôt habitués à voir en eux la solution. » En avance de quelques années, il résume parfaitement la situation actuelle. Ce grand pays vit, en effet, en situation de dépendance vis-à-vis du reste du monde (d'où des montagnes de déficits structurels permises par l'existence de l'étalon-dollar) et a organisé tout un ensemble d'exactions militaires aussi coûteuses que calamiteuses. Le déclin américain serait en marche. En dépit d'une démographie toujours favorable, les perspectives actuelles ne présentent guère de doute sur l'issue finale.

Les États-Unis vivent à crédit depuis très (trop) longtemps, construisant ainsi des déficits multiples abyssaux, devenus un élément essentiel de leur croissance et de leur développement. Le retour de balancier va être extrêmement douloureux et les Américains vont devoir revoir entièrement leur façon de penser et de vivre, ainsi que leur mode de fonctionnement à l'égard du reste du monde.

Les dépenses colossales que l'État entreprend pour remettre la machine économique sur les rails auront pour première victime la politique étrangère hégémonique. Barack Obama a promis de quitter l'Irak et il est certain que le fardeau économique que représente ce conflit en est la première raison. En 2007, le coût de la seule guerre en Irak est évalué à 462 milliards de dollars, soit près de 3,5 % du PIB, et le coût total est évalué par certains économistes (Joseph Stiglitz) à plus de 3 trillions de dollars, soit au moins autant que la crise financière… Barack Obama souhaite même aller plus loin puisqu'il envisage de partager

© Groupe Eyrolles

« équitablement » le fardeau afghan en engageant davantage les pays alliés. Il va essayer d'assurer la paix au Moyen-Orient en développant une politique de dialogue avec l'Iran, mais il n'engagera plus son pays dans des conflits qui se sont avérés effroyablement désastreux pour l'image même de l'Amérique. Il appliquera une diplomatie de bonnes intentions et n'a certainement aucune envie de consacrer le moindre dollar à des conflits hasardeux. Le rôle de superpuissance militaire et diplomatique sera donc revu fortement à la baisse. L'Amérique a trop à faire à la maison pour perdre son argent et son énergie politique à l'international. Cela participe également d'une des facettes du repli sur soi. Ainsi, en se retirant de l'Irak, Barack Obama tourne probablement la page d'une Amérique hyperpuissante, histoire commencée contre son gré en décembre 1941 avec Pearl Harbor.

Comme Paul Kennedy, l'auteur du livre de référence *Naissance et déclin des grandes puissances*, le note : « [Les États-Unis] n'échappent pas aux deux grandes épreuves qui menacent la longévité de toute puissance occupant la position de numéro un dans les affaires mondiales : dans le domaine militaire et stratégique, pourront-ils préserver un équilibre raisonnable entre les nécessités de la défense et les moyens dont la nation dispose pour assurer ses engagements ? » Kennedy dit ensuite : « Les États-Unis courent maintenant un risque, bien connu des historiens qui ont étudié l'ascension et la chute des grandes puissances, et qu'on pourrait décrire comme une "sur-expansion impériale". On veut dire par là que les dirigeants de Washington sont confrontés durablement à une difficulté embarrassante : les intérêts et les engagements américains dans le monde sont actuellement bien trop lourds pour que les États-Unis puissent les défendre tous simultanément. » Il est intéressant de noter que Kennedy écrit cela bien avant que la guerre en Irak ne commence.

George Modelski, dans *The Long Cycle of Global Politics and the Nation-State* et dans *Long Cycles of World Leadership*, établit un cycle long des puissances hégémoniques depuis la Renaissance

© Groupe Eyrolles

où les supériorités portugaise, hollandaise et anglaise (deux cycles) précèdent celle des États-Unis. Selon un indicateur calculant le pouvoir naval relatif aux autres puissances, il note qu'après une envolée pendant les années 1940 à 1950 (en partie due à la destruction des autres puissances maritimes), l'indicateur a entamé une phase de déclin.

Emmanuel Wallerstein étudie lui aussi l'évolution des principaux leaders mondiaux depuis la Renaissance et constate l'existence de cycles d'environ 115 ans (soit environ deux cycles de Kondratiev). Il note que le monde capitaliste s'est développé autour d'États dominants qui ont pu marquer leur domination commerciale, financière et industrielle auprès de leurs rivaux en instituant, en imposant et en incarnant chaque fois un certain type de capitalisme. Il mentionne que l'hégémonie est difficile à maintenir dans la durée (d'où l'existence inévitable de cycles). Du fait de la diffusion des innovations, de nouveaux compétiteurs se développent et le coût pour maintenir la domination devient excessif (d'autant plus qu'il s'accompagne de dépenses militaires croissantes), précipitant l'État dominant dans le déclin. Il remarque qu'il existe ainsi quatre étapes dans un cycle normal et propose la chronologie suivante pour les États-Unis :

1. Ascension de l'hégémonie : 1897-1913/1920 ;
2. Victoire de l'hégémonie : 1913/1920-1945 ;
3. Maturité de l'hégémonie : 1945-1967 ;
4. Déclin de l'hégémonie : 1967- ???.

Selon cette datation, le déclin américain aurait commencé avec la guerre du Vietnam et son échec cuisant, et la fin de l'ère américaine serait désormais très proche puisqu'elle se situerait « techniquement » en 2012 (durée de 115 ans). Cependant, on peut se demander si le déclin n'est pas apparu dès l'année 2001 (le 11 Septembre marque symboliquement la première attaque armée sur le sol américain) ou plus probablement en 2008 (effondrement financier et abandon de principe de la présence

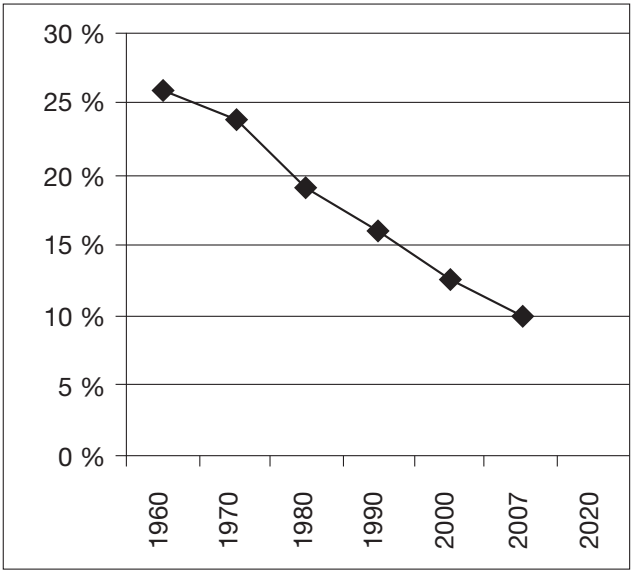
© Groupe Eyrolles

en Irak). En tout cas, la fin de l'hégémonie américaine s'accompagnerait aussi d'un certain nombre de modifications dans le modèle libéral américain adopté par le reste des nations. Avec le déclin américain, c'est aussi un nouveau modèle de capitalisme qui devrait se mettre en place.

Déclin de l'industrie et de l'éducation

Pendant les trente dernières années, l'économie américaine a littéralement liquidé son industrie. Celle-ci est ainsi passée de 25 % du PIB à environ 10 % (voir graphique 9.1). Cet effondrement est assez général dans les économies occidentales mais il est particulièrement marqué aux États-Unis et en Grande-Bretagne.

Graphique 9.1 – Pourcentage d'employés dans l'industrie aux États-Unis

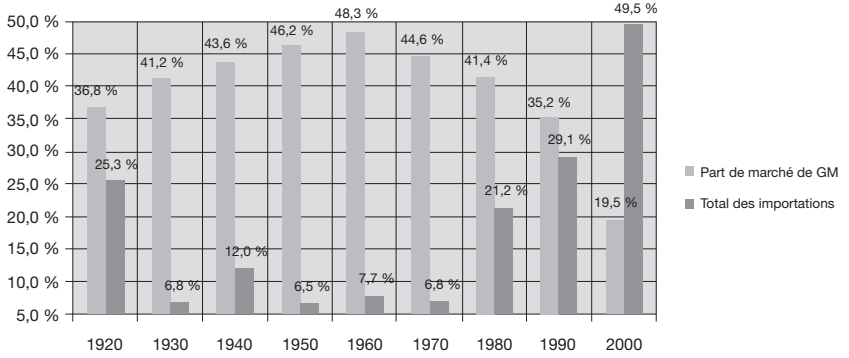


(Source : Bureau of Labor Statistics.)

© Groupe Eyrolles

Certaines industries phares ont disparu ou se retrouvent en quasi-faillite. Le cas de General Motors est éloquent et le graphique 9.2 résume bien la dégradation de ses performances à travers les dernières décennies. Ce géant de l'automobile a régné en maître pendant près d'un siècle mais s'est laissé rattraper progressivement par les marques étrangères en cessant de moderniser son appareil productif, en faisant de mauvais choix de gamme (gros 4x4, pick-up…) et en garantissant un programme de retraite intenable à ses employés. Sans le sauvetage de l'État, GM aurait disparu de la planète automobile. Le symbole est puissant.

Graphique 9.2 – Évolution de la part de marché de GM aux États-Unis et des véhicules importés



(Source : Automotive Data Center et R.L. Polk.)

Malheureusement, le vide laissé par l'industrie n'a pas été remplacé par la création d'emplois à plus forte valeur ajoutée mais par des emplois de services peu qualifiés. La qualification des emplois et des travailleurs américains est justement problématique. Le niveau général d'éducation des Américains s'est dégradé depuis de nombreuses années (le pourcentage d'Américains obtenant au moins une licence – Bachelor of Administration – baisse depuis les années 1950, mais surtout le niveau

© Groupe Eyrolles

intellectuel ne cesse de décliner d'après les tests passés par les jeunes Américains à la sortie du secondaire). L'Amérique a donc bradé son industrie sans pour autant bâtir d'alternatives solides. Si la qualité de l'enseignement supérieur américain est restée de très haut niveau (surtout en ce qui concerne les grandes universités de référence), elle profite de manière croissante aux étudiants étrangers. Les deux tiers des diplômés en sciences et en ingénierie sont en 2006 d'origine asiatique. Même si la plupart des étudiants formés restent aux États-Unis, il y a un problème structurel dans l'éducation des Américains.

Le président Obama a raison de désigner l'éducation comme une absolue priorité. C'est la condition première pour remettre l'Amérique au premier plan, mais cela prendra du temps et la reconstruction de l'Amérique sera longue. Il place également les énergies nouvelles au cœur de son programme de façon à retrouver à terme une indépendance perdue depuis longue date et à essayer de reconquérir un leadership dans une industrie stratégique et à l'avenir prometteur. Les États-Unis vont donc se remettre au travail en se concentrant sur leur propre territoire et très probablement en s'isolant du reste du monde (au niveau géopolitique par l'abandon de leur rôle de gendarme du monde, comme au niveau économique en essayant de corriger les erreurs passées et en usant sans complexe du protectionnisme). En (re)construisant un régime de sécurité sociale digne d'un grand pays, Barack Obama essaiera également de refonder une cohésion nationale forte. Le résultat le plus probable de ces nouveaux engagements et des contraintes économiques pour tenir le pays passe très certainement par la dévaluation du dollar, une poussée de l'inflation et une augmentation des taxes. Avant que le pays ne puisse véritablement refaire surface, le dollar aura perdu sa primauté et ne sera plus la monnaie de référence, comme le suggère d'ailleurs le désastre à venir du bilan de la Federal Reserve (cf. *infra*).

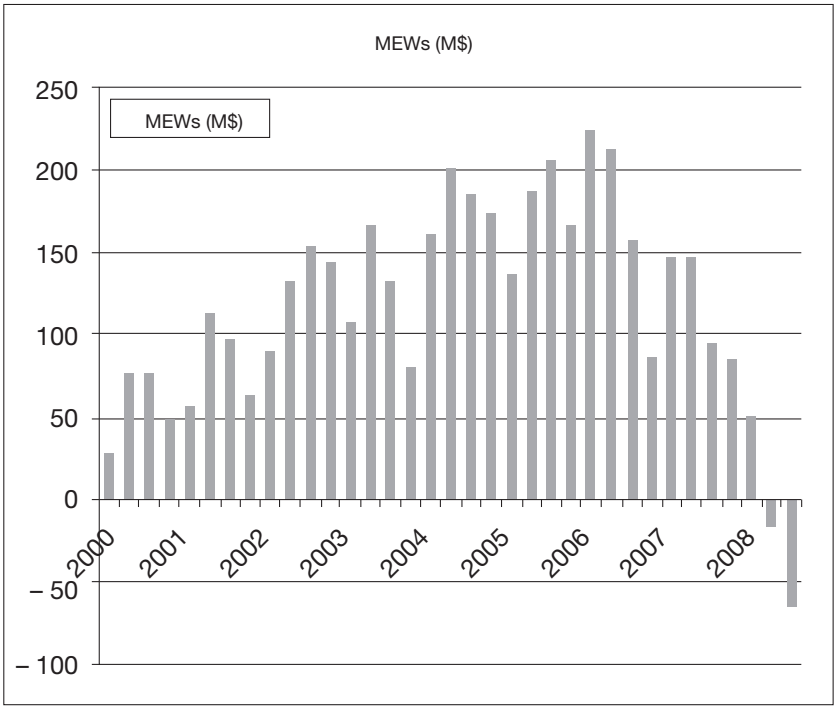
© Groupe Eyrolles

Une croissance économique discutable

Si le dynamisme et le goût d'entreprendre des Américains ont jusqu'ici été des déterminants essentiels dans la réussite du pays, le défi économique à relever aujourd'hui est considérable et il convient de battre en brèche une partie des mythes sur l'économie américaine. Tout d'abord, la croissance moyenne de ces dix dernières années atteint 2,6 %, c'est ainsi la plus basse de ces cinquante dernières années (avec la période 1974-1983). De plus, étant donné que la croissance démographique est restée avantageuse (hausse moyenne de plus de 1 %), la croissance par tête d'habitant s'est maintenue sous le seuil des 2 %, ce qui est convenable sans être en rien exceptionnel comme on a souvent voulu le faire croire. Enfin, et c'est bien sûr le plus inquiétant, toute la progression du PIB de ces dernières années n'est que le reflet d'une explosion des dettes. La croissance s'est totalement faite à crédit. Les Américains se sont endettés auprès du reste du monde pour acheter des produits qu'ils ne fabriquaient plus, contribuant ainsi à l'explosion des déficits. Pire, sans le crédit, la croissance américaine aurait été certainement négative. Ainsi, en 2003, le ratio dette/PIB représentait 306 % et explosait à 356 % en 2008. Cela signifie que l'augmentation des dettes sur la période représente plus de 17 trillions de dollars (soit plus que le PIB de 2008). Plus précisément, concernant les ménages, ceux-ci ont bénéficié des *mortgage equity withdrawals*, c'est-à-dire de crédits supplémentaires basés sur la revalorisation de leurs biens immobiliers ou de la baisse des taux d'intérêt. Comme l'indique le graphique 9.3, entre 2002 et 2006, les Américains ont ainsi récupéré au total plus de 3 trillions de dollars de crédit pour financer leur consommation, soit par an l'équivalent d'un peu plus de 5 % du PIB. On comprend donc qu'en l'absence de cette manne, la croissance américaine aurait été beaucoup plus faible et peut-être négative, confirmant ainsi le principe que la crise a commencé dès les années 2000 et que le crédit n'a fait que reculer l'échéance en aggravant considérablement les problèmes.

© Groupe Eyrolles

Graphique 9.3 – Évolution trimestrielle des mortgage equity withdrawals *aux USA entre 2000 et 2008 (en milliards de dollars)*



(Source : Bloomberg.)

L'effondrement du secteur bancaire américain, grand dominateur du monde jusqu'en 2007, offre une idée explicite de la situation. En 1999, il représentait plus de la moitié de la capitalisation boursière du secteur au niveau mondial. En mars 2009, il représente à peine le tiers du secteur. Pire, la Chine l'a indiscutablement détrôné et est désormais le grand leader de l'industrie avec plus de 509 milliards de dollars. La suprématie chinoise est telle que les trois plus grosses banques sont aujourd'hui chinoises (Industrial & Commercial Bank of China, China Construction Bank et Bank of China), alors qu'en 1999, on trouvait cinq

© Groupe Eyrolles

banques américaines aux sept premières places, on n'en trouve plus que deux en 2009 (JPMorgan et Wells Fargo).

La Chine

Par sa dimension démographique et son exceptionnelle croissance, la Chine, actuelle deuxième puissance industrielle mondiale, est amenée à devenir la deuxième puissance économique mondiale avant 2015 (dépassant ainsi le Japon) et devrait détrôner les États-Unis d'ici à 2040. Sa part dans l'économie mondiale devrait ainsi passer d'un peu moins de 5 % aujourd'hui à près de 15 % en 2025. La Chine est la puissance de demain.

En adoptant un système hybride (communiste pour l'organisation politique et capitaliste pour l'organisation économique), la Chine a su éviter le piège de la *glasnost* (évolution démocratique avec maintien d'une économie centralisée) dans laquelle la Russie de Gorbatchev s'était enlisée. La Chine est parvenue à sortir progressivement de son isolement et à se hisser au rang des très grandes puissances, devenant la première usine du monde. Les chiffres parlent d'eux-mêmes : 1 400 millions d'habitants, 200 milliards de dollars d'excédents commerciaux, la plus grande réserve en devises au monde avec plus de 2 trillions de dollars.

La Chine est ainsi devenue à la fois le premier financier des États-Unis (premier détenteur d'obligations américaines) et sa première usine (déficits commerciaux américains monumentaux).

Le rapport entre la Chine et les États-Unis est donc extrêmement singulier : le second dépend certes financièrement du premier, mais le premier ne peut se passer du second en termes économiques. Ils se trouvent ainsi dans un jeu interdépendant. Mais

© Groupe Eyrolles

paradoxalement, la Chine a sûrement plus à perdre de ce déséquilibre qu'il n'y paraît. La récente chute du commerce mondial pénalise considérablement la Chine. Cela représente une menace majeure pour la stabilité de son modèle de croissance. En premier lieu, l'explosion des déficits américains et le recours systématique à l'endettement constituent une menace forte à la stabilité du dollar. Les Chinois, qui sont devenus les premiers détenteurs étrangers de la dette américaine, ont très peur que leur réserve de change ne se dégrade sensiblement du fait d'une baisse significative du dollar. Dans ce type de configuration et au vu des énormes montants en jeu, les créanciers sont plus facilement à la merci de leur débiteur que l'inverse.

Dans le même temps, les autorités chinoises montrent beaucoup de flegme et d'intelligence dans leur rapport à l'économie. La chute des cours des matières premières offre un débouché plus sûr et plus stratégique pour ses réserves de change. Le plan de relance qu'elle a concocté s'apprête à lancer de grands projets d'infrastructures gourmands en minerais. Jiangxi Copper – premier producteur chinois – estimait ainsi d'intérêt public la constitution de réserves par des achats à l'étranger qui effectivement ont augmenté sensiblement (notamment pour le cuivre). Les Chinois profitent très clairement de la crise pour mettre en place des accords bilatéraux dans le secteur de l'énergie (accords avec la Russie notamment, sous la forme d'un prêt de 25 milliards de dollars en échange d'une garantie de livraison de pétrole de 300 000 barils par jour pendant vingt ans) et des matières premières (pays africains), ils prennent des participations significatives dans des sociétés liées aux matières premières (dont notamment la prise de participation de Chinalco dans le géant minier Rio Tinto). En dépit d'une demande interne en pétrole modérée en 2009, le gouvernement chinois poursuit la constitution de sa réserve stratégique avec la construction de huit nouveaux sites équivalant à 169 millions de barils. Ils s'ajouteront aux quatre sites qui totalisent depuis fin 2008 un volume

© Groupe Eyrolles

potentiel de réserve de 100 millions de barils. Confronté à une dépendance toujours plus forte envers ses importations (la Chine importera 75 % de ses besoins de consommation en 2030, selon l'Agence internationale de l'énergie), Pékin continue d'investir et profite de l'actuelle forte baisse du pétrole pour nouer des accords d'approvisionnement. Les Chinois profitent ainsi de la dégradation généralisée des marchés pour faire leurs courses et s'assurer leur approvisionnement futur en matières premières et en énergie. Ils organisent le maillage de leurs futurs besoins. C'est très clairement l'attitude d'un pays conquérant et sûr de son avenir, celle d'un pays en devenir.

Par ailleurs, la Chine est impactée par la récession mondiale. Les exportations chinoises ont chuté de 25,7 % en février 2009 sur un an, réduisant fortement l'excédent du commerce extérieur. Les économistes ont été pris au dépourvu par la dégringolade de la demande extérieure. La baisse des exportations est la plus forte depuis le début de la tenue de statistiques en 1993. Résultat, l'excédent commercial est ramené à 4,8 milliards de dollars, un point bas de trois ans. Il avait atteint un record de 40,1 milliards en novembre 2008. En l'absence probable de rebond du commerce mondial, la Chine devra trouver d'autres relais de croissance si elle ne veut pas que des troubles sociaux ne fassent exploser le pays. L'incroyable succès économique masque de formidables inégalités : le coefficient de Gini est un des plus élevés au monde et près de 50 % des Chinois sont pauvres et vivent avec moins de 2 dollars par jour. Depuis le déclenchement de la crise, ce sont plus de 20 millions de travailleurs qui ont dû quitter les villes et rejoindre leur campagne faute de travail. En dépit de la dictature, le risque d'une explosion populaire n'a jamais été aussi fort. Conscient d'avoir été abusé et surtout affamé et sans ressource, le peuple chinois n'est pas loin de la rébellion que certaines émeutes d'une grande violence viennent confirmer. Le gouvernement chinois est très conscient de la situation. Il devine aussi que son *business model*

© Groupe Eyrolles

basé sur l'exportation est à revoir. Sa seule issue est d'évoluer progressivement vers un modèle de croissance de la consommation interne. Il s'est déjà engagé dans un plan de relance basé principalement sur les infrastructures, mais il évoluera certainement vers un modèle favorable aux ménages et aux consommateurs chinois. Un des projets envisage notamment la mise en place d'une politique de hausse des salaires pour les fonctionnaires de l'État. S'il y a mise en place d'un New Deal, ce sera très probablement en Chine. Les énormes réserves de change leur donnent les moyens d'une telle ambition.

© Groupe Eyrolles

Chapitre 10

Analyse et perspectives économiques et monétaires

Les politiques conjoncturelles d'accompagnement de la crise

Les solutions mises en place par l'État

L'État s'est très lourdement investi dans la crise pour éviter des conséquences potentiellement très dévastatrices pour l'économie et aussi pour son unité nationale même. L'implication de l'État regroupe plusieurs volets : le sauvetage du secteur bancaire, le sauvetage des entreprises industrielles en difficulté, les plans de relance de l'économie avec soutien spécifique selon les acteurs économiques, les pertes fiscales dues à l'affaissement de la croissance.

Nous avons déjà mentionné ces points, l'État s'est fortement impliqué dans le règlement de la crise bancaire en se substituant en partie aux banques ou en en prenant physiquement ou moralement le contrôle. Toutes les banques n'ont pas été nationalisées, mais celles qui ne le sont pas subissent explicitement une tutelle étatique forte. Quand l'État ne prend pas le pouvoir en direct, il propose des prêts (à un coût que certains pourraient juger prohibitif), organise des plans pour loger les actifs toxiques (le TARP, Toxic Asset Recovery Program, est

© Groupe Eyrolles

doté de 700 milliards de dollars à cet effet) et envisage même des solutions pour parquer les actifs toxiques dans des *bad banks*. En tout cas, tout est fait pour éviter que les banques ne portent trop longtemps le poids de ces actifs qui met en péril le reste de leur activité et en premier leur rôle de prêteur à l'économie permettant de fluidifier la circulation de la monnaie et donc de participer activement à l'activité économique.

L'activisme de l'État lui permet aussi de redessiner à loisir les contours du paysage bancaire (fusions, remodelages et éventuellement liquidation avec vente à la découpe).

Le coût de ces interventions est énorme : plusieurs centaines de milliards de dollars. La France est relativement épargnée : pas de vrais problèmes (mis à part Dexia et Natixis, dont le coût reste « acceptable »), seulement des prêts (entre 10 et 15 milliards d'euros avec un rendement supérieur à 8 % ; à ce niveau-là, c'est une affaire qui pourrait rapporter jusqu'à un milliard à l'État).

L'ensemble des sommes dépensées pour sauver le système bancaire aux États-Unis dépasse le trillion de dollars. Si l'on fait la somme de tous les plans de sauvetage à travers le monde, l'addition doit dépasser les 2 trillions (le Royaume-Uni payant certainement le plus lourd tribut).

Les plans d'aide à l'industrie automobile représentent d'ores et déjà environ 30 milliards de dollars aux États-Unis et près de 10 milliards de dollars en France. Soit un total qui pourrait rapidement avoisiner les 100 milliards. Les autres industries ne sont pas en reste et profiteront des plans de relance, tout particulièrement le secteur de la construction, très sévèrement impacté par l'effondrement du marché immobilier.

Au total, les déficits budgétaires sont littéralement abyssaux : plus de 12,3 % du PIB aux États-Unis en 2009, soit environ 1 750 milliards de dollars pour un budget de « seulement » 3 940 milliards (soit un déficit proche de 50 % du budget lui-même).

© Groupe Eyrolles

En 2010, le déficit est prévu à près de 1 200 milliards, soit encore plus de 8 % du PIB. En deux ans, plus de 20 % du PIB seront donc consacrés au sauvetage bancaire et économique du pays, sans pour autant provoquer la moindre croissance (les perspectives de croissance sont nettement négatives en 2009 et très légèrement positives en 2010). On pourrait d'ailleurs s'interroger sur l'ampleur de la récession si de telles aides ne s'étaient pas mises en place. C'est vraisemblablement une dépression (chute de l'activité supérieure à 10 %) qui aurait eu lieu.

En Europe et en France, les déficits envisagés sont beaucoup plus modestes (entre 3 et 5 %). Ils le sont certainement trop. Vu l'ampleur des risques encourus, on peut être déçu par cette forme de faiblesse. La peur que d'autres pays puissent profiter de son propre plan de relance (ou, pire, l'espoir que les plans de relance des autres pays puissent suffire à soutenir son propre pays, comme c'est sûrement le cas de l'Italie) semble avoir justifié ce manque d'engagement. L'absence de plan coordonné, due notamment à l'inexistence d'un pouvoir politique européen, rend l'action de chacun des pays particulièrement timorée.

Néanmoins, en 2009, tous les pays développés seront en déficit, et la grande majorité connaîtra un déficit conséquent. De ce fait, les besoins de financement des pays souverains devraient dépasser les 4 000 milliards de dollars et pourraient même flirter avec la barrière des 5 trillions.

Tandis que ces dernières années les États dans leur globalité avaient été vertueux et souvent excédentaires, ils replongent fortement dans le rouge et aggravent leur dette globale. Ils seront les principaux agents économiques à s'endetter et se substituent ainsi au secteur privé. Il y a *de facto* un transfert de dettes du secteur privé à l'État.

Par ailleurs, ce besoin massif de financement aura un impact sur le coût de financement. Les *spreads* de signature se sont déjà beaucoup écartés et le risque est, au niveau individuel, de voir des

© Groupe Eyrolles

États incapables de se financer sur les marchés (comme cela a été le cas pour l'Islande). Cette situation est un véritable danger car si un État important fait défaut, la contagion est certaine et les autres pays risqueraient alors de ne plus pouvoir se financer sur les marchés internationaux. Ils n'auraient dans ce cas pour ultime recours que l'appel à une souscription nationale pour soutenir une nation en danger (les pays dont le taux d'épargne est élevé seront fortement avantagés – c'est le cas de la France, de l'Italie ou de l'Allemagne) ou bien encore l'aide intéressée d'une autre nation qui n'oublierait pas d'en exiger certains avantages géopolitiques.

À propos des grosses banques, une sorte d'adage dit : *Too big to fail, too big to save* (Trop grosse pour faire faillite, trop grosse pour être sauvée). C'est effectivement le challenge à relever pour les États dont le système bancaire a le plus souffert (États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, Allemagne…).

Les politiques monétaires des banques centrales

À côté de l'effort budgétaire offert par les États, les banques centrales ont naturellement un rôle décisif à jouer pour que la crise ne se transforme pas en dépression.

Il suffit de se rappeler les erreurs commises par la Fed dans les années 1930 pour bien comprendre que les banques centrales peuvent effectivement aggraver les choses. À l'époque, alors qu'un mouvement spéculatif faisait rage, la première décision de la Fed avait justement été de remonter les taux et, dans le même temps, de réduire l'offre de monnaie en circulation afin de tuer la spéculation. L'objectif avait été atteint mais, comme on le sait, le reste de l'économie aussi avait été tué, entraînant la pire des dépressions jamais connue (baisse du PIB nominal de plus de 50 %). Une des raisons souvent mises en avant pour expliquer une telle erreur (cf. Friedman & Schwartz) est le manque d'expérience du président de la Fed de New York, George Harisson, nommé en 1928 après la

© Groupe Eyrolles

mort de Strong, qui comme son nom l'indique était un homme fort qui avait su construire une réelle autorité et aurait *a priori* su mieux gérer la crise que son successeur. Deux choses intéressantes sont à noter à ce niveau : la première est que le président actuel de la Fed, Ben Bernanke, est un, voire LE spécialiste de la crise de 1929. Il s'est nourri des mécanismes observés à cette période et rien sur les erreurs commises ne lui est étranger. On s'attend donc logiquement à ce qu'il évite de faire les mêmes erreurs. C'est pourquoi il a été particulièrement réactif dans la crise en baissant rapidement les taux d'intérêt puis en injectant sans compter des liquidités. *A priori*, sa première et seule (et potentiellement grave) erreur a été d'accepter la faillite de Lehman Brothers. Cela nous incite donc à la vigilance : il ne refera pas les mêmes erreurs, mais il pourrait bien en faire d'autres… Et voilà pourquoi la seconde remarque concerne la similitude entre la nomination de George Harrison et celle de Bernanke. En effet, ce dernier a été appointé à la présidence de la Fed en 2006, c'est-à-dire un an avant le démarrage de la crise. Il succède également à Alan Greenspan, qui avait acquis une autorité véritable (même si certains se demandent si le « sorcier » n'était pas au final un épouvantable usurpateur) comme cela avait été le cas de Strong. En un an à peine et en dépit des compétences théoriques et techniques que tout le monde lui reconnaît, Bernanke n'a pas eu le temps de se construire une vraie crédibilité, il n'est donc pas exclu qu'avec le temps, le syndrome Harrison ne se renouvelle.

Comme nous venons de le voir, l'action la plus visible des banques centrales a été de se diriger vers le ZIRP (*zero interest rate policy*, c'est-à-dire une politique monétaire de taux à zéro). La Fed et la Banque centrale du Japon y sont déjà, la Bank of England s'y dirige tout droit (elle a déjà baissé ses taux sous le seuil historique des 2 %, jamais enfoncé depuis sa création). La Banque centrale européenne se refuse à de tels excès mais a déjà ramené ses taux d'intervention à 1 % (ce qui ne change pas radicalement les choses). La politique des taux courts est l'arme la

© Groupe Eyrolles

plus souple pour espérer impacter les taux longs qui, seuls, peuvent influencer l'activité économique. Une baisse des taux courts s'accompagne généralement d'une baisse des taux longs, à condition que le marché anticipe également la poursuite d'une politique accommodante de la banque centrale. Mais quand les taux courts sont à zéro, ne pouvant devenir négatifs, ils ne peuvent que monter. Du coup, la politique monétaire tombe dans ce qu'on appelle la « trappe à liquidité », c'est-à-dire que l'arme des taux d'intérêt devient totalement inefficace.

La politique quantitative de la monnaie devient alors décisive. Elle consiste à jouer sur la masse monétaire mise en circulation. En augmentant cette dernière, la banque centrale libère mécaniquement des liquidités qui se retrouvent soit sur les marchés financiers, soit directement dans les banques, mais qui de toute façon facilitent le fonctionnement de l'économie. En effet, quand la banque centrale augmente sa masse monétaire, cela signifie qu'elle accepte de la part des établissements financiers davantage d'instruments financiers en dépôt en échange de liquidités monétaires (cash ou assimilé) qui sont ensuite utilisées par les banques pour faire des crédits aux entreprises ou aux ménages. Plus la masse monétaire est importante, plus le crédit à l'économie est facilité.

Dans le cas actuel, la Fed (largement imitée par les autres banques centrales) a été très imaginative dans sa capacité à augmenter son bilan. En effet, pour éviter le blocage complet du marché monétaire où personne ne voulait prêter à personne, elle a été obligée d'assurer la liquidité du marché monétaire par défaut (c'est-à-dire pour compenser l'absence d'échanges interbancaires). Elle a ainsi commencé à accepter un certain nombre d'actifs qu'elle refusait jusqu'alors pour débloquer la situation. Les banques centrales ont ainsi joué leur rôle de prêteur en dernier ressort pour sauver le marché monétaire de l'asphyxie et assurer ainsi la stabilité du système. Auparavant, en mars 2008, la Fed avait déjà assuré le sauvetage de Bear Stearns en créant

© Groupe Eyrolles

Maiden Lane I (*limited liability company*) chargée d'acquérir certains actifs de la banque d'investissement pour un montant à l'époque exceptionnel de 29 milliards de dollars. Depuis la faillite de Lehman, le nombre de nouveaux plans pour accepter de nouveaux instruments financiers et aider ainsi le marché du crédit va croissant. Plus récemment, la Fed a accepté de se substituer au secteur privé : elle est venue en aide au marché de la titrisation, en accordant des prêts en échange d'actifs titrisés (MBS notamment). Le Trésor apportant sa garantie sur les risques de crédit. Plus généralement, la Fed a ouvert la possibilité d'acheter sur le marché des *corporate bonds* (obligations d'entreprises) ainsi que des obligations d'État sur le marché afin de pouvoir contrôler le niveau des taux longs.

Au final, les banques centrales ont joué un rôle essentiel dans la tentative de résolution de la crise. Les moyens mis en œuvre sont sans précédent dans l'histoire monétaire des différentes banques centrales (Fed en particulier). Les résultats sont à la hauteur des ambitions : le système financier a été sauvé et le marché monétaire fonctionne à nouveau.

Les perspectives économiques et monétaires

L'objet de cette section est de présenter les éléments structurels et conjoncturels qui devraient influencer les perspectives futures de la croissance et de l'évolution des prix. L'analyse des cycles de prix et de croissance est apparue comme un élément très utile dans le cadre d'une analyse de long terme. La première sous-section a donc pour objet de présenter l'importance des cycles en économie et permet de montrer ensuite comment ils peuvent impacter les perspectives en termes d'inflation et de croissance.

© Groupe Eyrolles

Les deux sous-sections suivantes seront successivement consacrées à l'analyse des prix puis de la croissance en combinant l'analyse des cycles et l'analyse conjoncturelle.

L'importance des cycles en économie

Rappelons tout d'abord que la théorie des cycles économiques n'est pas considérée comme elle le devrait dans les milieux académiques. Elle est peu enseignée et ensuite assez peu usitée par les économistes eux-mêmes. On peut donc de droit s'interroger sur cette mise à l'écart. Plusieurs raisons justifient cette marginalisation.

La première provient de l'hypothèse de travail de la théorie économique basée sur la parfaite rationalité de l'individu. Si celui-ci est rationnel, cela suppose donc qu'il est linéaire, incapable d'euphorie ou de peur, vide de sentiments et d'envies. Dans ces conditions, on comprend bien que les fluctuations économiques ne peuvent être comprises que comme le résultat de chocs exogènes et imprévisibles. Or, la notion de cycle économique est justement le résultat des excès de l'*Homo economicus* qui passe allègrement de périodes euphoriques de surinvestissement à des phases léthargiques de sous-investissement. C'est bien parce que l'individu n'est pas rationnel que les cycles existent. L'opposition est flagrante et elle a entraîné bon nombre de grands maîtres de la pensée économique à oublier ou à délaisser la notion de cycle. Le seul grand économiste reconnu en tant que tel ayant appuyé sa théorie sur les cycles économiques est Joseph Aloïs Schumpeter.

La deuxième raison pour laquelle les cycles économiques sont souvent escamotés et balayés par les économistes est qu'ils pourraient laisser sous-entendre l'inutilité même de ces économistes. En effet, les économistes ont pour vocation première de trouver des solutions pour gérer l'économie, veiller à éviter les récessions, aplanir les excès des périodes de forte croissance. Bref, les

© Groupe Eyrolles

économistes ont pour mission de lisser l'économie et de refuser la fatalité des cycles. S'ils acceptaient trop facilement la notion de cycle, ils perdraient du même coup leur crédibilité puisque cela pourrait être perçu comme l'acceptation de leur incapacité d'agir sur les choses.

La troisième raison tient à la nature même des cycles : ceux-ci ne sont pas d'une régularité métronomique et connaissent donc des périodicités variables. Comme le souligne Brian Berry, les cycles économiques sont la combinaison de facteurs cycliques déterministes par nature (mais aussi dépendants de la créativité et de l'action humaine qui connaissent des périodicités variables) et de phénomènes parfaitement aléatoires (chocs exogènes, par exemple). Du coup, les cycles connaissent des irrégularités. Certains sont plus courts car des chocs exogènes viennent les perturber, d'autres sont plus longs car les mécanismes qui conduisent à l'apogée du cycle ont été ralentis et ont mis plus de temps à se concrétiser. Cette absence de récurrence permet donc aux plus récalcitrants de trouver un angle d'attaque parfait pour dédaigner la théorie des cycles.

Et pourtant les cycles sont bien là, et la richesse de la théorie des cycles offre des perspectives d'analyse et de prospective particulièrement utiles.

Comme évoqué dans la deuxième partie, à tous ceux qui craignent, attendent, espèrent ou anticipent la fin du capitalisme (comme le suggère la théorie marxiste), Schumpeter répond par la négative : le capitalisme est cyclique par nature. Après des phases d'excès entrepreneuriaux suivent des phases léthargiques où peu d'entrepreneurs s'engagent. Nous entrons dans une de ces périodes où l'État se substitue à l'entrepreneur défaillant jusqu'à ce qu'un cycle plus amène apparaisse favorisant la prise de risque et le retour des entrepreneurs. À l'instar de ce qui est constaté sur les marchés financiers, c'est l'appétit ou au contraire l'aversion pour le risque qui semble conduire les déci-

© Groupe Eyrolles

sions d'investissement des entrepreneurs. La psychologie s'inscrit donc comme une variable clé du système capitaliste. Après une période d'euphorie entrepreneuriale, la peur et l'incertitude des entrepreneurs bloquent le système capitaliste.

Joseph Aloïs Schumpeter, ancien Premier ministre autrichien devenu professeur à l'université Harvard et reconnu, au même titre que Keynes, comme un des plus grands économistes du XXe siècle, a bâti sa théorie de l'innovation sur l'existence de cycles des affaires. Il apporte une réponse foncièrement intéressante sur les cycles du capitalisme. Il justifie le fait que les développements économiques sont le fruit d'un processus discontinu, apparaissant par groupe d'activités entrepreneuriales qui changent la structure de l'économie (nouvelles techniques, nouveaux produits, nouveaux marchés, nouvelles matières premières ou nouvelles sources d'énergie…). Les phases où l'on observe une concentration de ferveur entrepreneuriale sont suivies de longues périodes de consolidation de ces nouvelles avancées sans renouvellement de la ferveur entrepreneuriale. En plaçant l'entrepreneur au cœur de sa théorie économique, il explique ainsi que l'innovation n'est pas linéaire mais subit au contraire des phases fastes où des amas d'innovations se concentrent et se développent grâce à un afflux de capitaux et des phases de creux sans innovation ou plus précisément sans impulsion novatrice marquée. Si les découvertes peuvent être aléatoires, leur implémentation industrielle ne l'est pas et dépend généralement de l'existence d'une vague d'innovations. Schumpeter parvient ainsi à introduire la notion de cycle et très spécifiquement à expliquer que les cycles des affaires sont le pilier principal du capitalisme. Les cycles des affaires ne sont donc pas le résultat de facteurs exogènes mais les régulateurs internes du développement capitaliste (*business cycles*).

Par ailleurs, en établissant le principe de la « destruction créatrice » où le développement économique entraîne la destruction périodique du système de production et son renou-

© Groupe Eyrolles

vellement grâce à des innovations qui permettent d'accéder à un nouvel état supérieur au précédent, Schumpeter est également un théoricien du capitalisme pour lequel « le capitalisme est, par nature, une forme ou une méthode de changement économique qui n'est pas et ne peut pas être stationnaire ». Le capitalisme entre en crise pour mieux se renouveler. Ce cycle de recomposition correspond par ailleurs à la fin de l'hégémonie américaine.

Les principaux cycles économiques

Le premier économiste à avoir travaillé sur les cycles est un Français, Clément Juglar (1819-1905). Il s'est intéressé aux cycles des affaires en analysant les statistiques d'évolution des actifs des banques commerciales, pour conclure : « À chaque période nous retrouvons la succession des mêmes accidents : augmentation rapide du portefeuille, diminution de la réserve, épuisement des caisses de banques. » Il constate que ce cycle des affaires, qui deviendra ensuite cycle de Juglar, a une durée comprise entre 7 et 11 ans.

Le cycle de Kitchin, cycle d'ajustement des stocks, est, lui, beaucoup plus court puisqu'il a une durée moyenne de 40 à 44 mois. Il y a trois cycles de Kitchin dans un cycle de Juglar.

Viennent ensuite les cycles plus longs de Kuznets-Berry et de Strauss et Howe.

La durée du cycle de Kuznets était initialement de 20 à 25 ans mais ce cycle était probablement plus long que ce que pensait Kuznets, et Berry a rallongé ce cycle à 30 ans pour qu'il s'adapte mieux à la réalité. Strauss et Howe, quant à eux, ont trouvé un cycle de très long terme d'environ 90 ans. Ils le justifient en expliquant que depuis le XVI^e siècle, des mouvements sociaux (soit une crise économique séculaire, soit un renouvellement spirituel séculaire) ont lieu tous les 45 ans. Au XX^e siècle, le cycle économi-

© Groupe Eyrolles

que est celui de la crise des années 1930 tandis que le mouvement de révolution des mœurs des années 1970 marque le cycle spirituel. Ce cycle est intéressant car on peut y emboîter trois cycles de Berry, chacun étant composé de trois cycles de Juglar qui est à son tour décomposable en trois cycles de Kitchin…

Le cycle de Kondratiev est certainement le plus connu. Kondratiev a travaillé sur un total de vingt et une données statistiques sur les prix américains entre 1789 et 1920. Il constate une phase A, dite d'expansion, pendant laquelle on observe un cycle ascendant des prix, suivie par une phase B, dite de récession, caractérisée par un cycle descendant des prix. Kondratiev constate que la durée idéale s'établit à 55 ans et peut être comprise entre 40 et 60 ans. Contrairement aux autres cycles, le cycle de Kondratiev est basé sur le cycle des prix, mais ses études avaient aussi pour objectif de montrer une corrélation entre les cycles des prix et les variables réelles comme la production industrielle. C'est souvent sur ce point que la théorie de Kondratiev, fortement mise en valeur par Schumpeter, est critiquée. Les séries de production et de prix convergent assez mal. En revanche, le cycle de Kondratiev sur les prix demeure assez précis et efficace. Il constate les successions de phases A et B présentées plus bas (tableau 10.1).

Le risque inflationniste

Le déclenchement de la crise a immédiatement amorcé une rechute de l'inflation. La baisse des prix pétroliers et de nombreuses matières premières s'est naturellement retrouvée dans les prix à la consommation, de même que les effets de ristourne et de déstockage. L'affaiblissement de l'économie génère automatiquement des forces déflationnistes : les pressions à la hausse sur les prix ont tendance à disparaître et les autorités politiques et monétaires ont raison de redouter une

© Groupe Eyrolles

déflation à court terme. Cependant, ni la Fed ni la BCE n'ont abandonné pour autant leur crainte sur un retour de l'inflation. En effet, alors qu'elle semble avoir disparu du paysage économique, l'inflation reste un problème potentiel à venir. On peut avoir de très bonnes raisons de penser qu'une fois le premier effet déflationniste de la crise passé, l'inflation fera son retour en suivant une progression régulière : un cycle inflationniste semble être devant nous.

Cyclicité de l'inflation

Les cycles de Kondratiev, que nous avons déjà introduits précédemment et qui se concentrent sur la cyclicité des prix, suggèrent en effet qu'un point bas de cycle a été atteint au début du millénaire après une décrue progressive et ininterrompue de l'inflation à partir de 1981. Le cycle de points hauts et bas sur les prix proposé par Kondratiev lui-même est le suivant (nous l'avons bien sûr complété pour la période post-1920) :

Tableau 10.1 – Creux et sommets de l'inflation selon l'analyse de Kondratiev

Creux de la phase A	Pic de la phase B
1789	
	1814
1850	
	1873
1897	
	1920
1950*	
	1981*
2005*	

* Extrapolations.

© Groupe Eyrolles

Les historiens Fernand Braudel et Franck Spooner sont remontés plus loin dans *Prices in Europe from 1450 to 1750* et proposent un cycle de très long terme sur les prix européens dont les dates diffèrent marginalement (supposant ainsi implicitement l'existence d'une forte corrélation historique entre les prix en Europe et les prix aux États-Unis). L'extrapolation de ces différentes séries suggère un creux de cycle au début des années 2000, soit un cycle assez long entre les deux derniers creux (un peu plus de 60 ans).

Tableau 10.2 – Creux et sommets de l'inflation (Braudel, Spooner)

Creux de la phase A	Pic de la phase B
1509	
	1529
1539	
	1559
1575	
	1595
1621	
	1650
1689	
	1720
1747	
	1762
1790	
	1814
1848	
	1872
1893	
	1917
1940	
	1975
2000*	

© Groupe Eyrolles

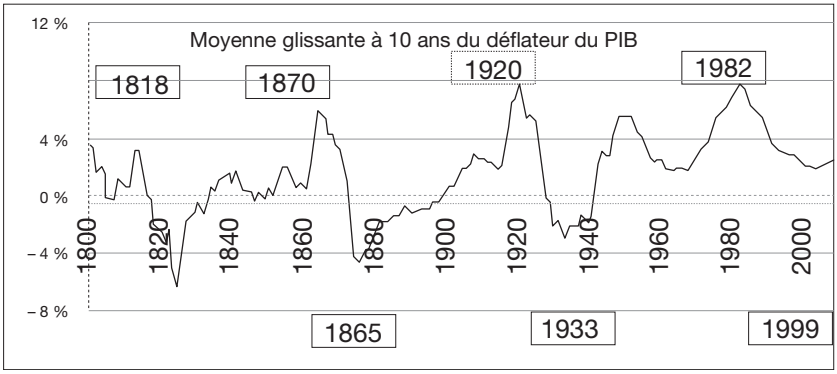
Si l'on regarde des données graphiques longues du déflateur du PIB américain depuis 1800, on retrouve très clairement une forte cyclicité des prix respectant des périodes d'environ une cinquantaine d'années entre chacun des creux et chacun des pics d'inflation. Toutefois, en fonction du lissage appliqué sur les données, on ne retrouve pas nécessairement le décompte de Kondratiev, tout particulièrement si l'on applique un lissage long de 10 ans (cf. graphique 10.1). En revanche, un lissage plus fin à 4 ans représenté sur le graphique 10.2 estompe davantage les cycles, mais permet de retrouver plus facilement certains points extrêmes de Kondratiev. Cependant, comme les données utilisées sont différentes, le résultat diffère logiquement. Néanmoins, de façon assez flagrante, les pics d'inflation coïncident presque toujours parfaitement.

Tableau 10.3 – Creux et sommets d'inflation constatés graphiquement d'après les données du déflateur du PIB américain

Inflation	
Creux	Sommets
	1814
1818	
	1865
1870	
	1920
1933	
	1982
1999	

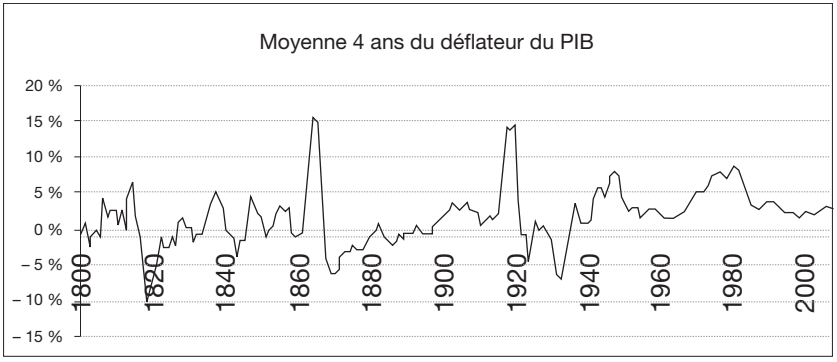
© Groupe Eyrolles

Graphique 10.1 – Moyenne glissante à 10 ans du déflateur du PIB américain



(Source : National Bureau of Research and Statistics.)

Graphique 10.2 – Moyenne glissante à 4 ans du déflateur du PIB américain



(Source : National Bureau of Research and Statistics.)

En revanche, les points bas d'inflation diffèrent sensiblement. Kondratiev place les creux à peu près à équidistance des pics d'inflation. Or, l'observation du déflateur du PIB ne nous permet pas d'obtenir le même résultat. Il apparaît, au contraire, que l'écart entre pics et creux est souvent très court (1814-1818 ;

© Groupe Eyrolles

1865-1870 ; 1929-1933). Le dernier cycle 1982-1999 a une durée de 17 ans qui fait figure d'exception. Pratiquement, la rudesse des crises économiques déclenchées alors s'accompagnait quasi systématiquement d'un effondrement très brutal des prix. De même, au XIXe siècle, les périodes de déflation étaient majoritaires, on note ainsi 54 années avec une baisse des prix contre seulement 14 au XXe siècle (la dernière en date étant en 1949 avec seulement – 0,1 %). Entre 1800 et 1899, le déflateur du PIB a baissé. Il semble que le régime de l'étalon-or en soit en partie responsable. Il réduisait assez significativement les moyens d'action des banques centrales, et ces dernières ne parvenaient pas à agir efficacement en période de stress. Du coup, les périodes de récession économique conduisaient à une baisse brutale des prix sans que la Réserve fédérale ne puisse créer les liquidités nécessaires au maintien des prix. Mais aussi, pendant tout le XIXe siècle, le comportement des prix était très dépendant des prix des denrées alimentaires, d'où des baisses de prix brutales sans qu'aucune faiblesse d'activité ne soit à déplorer.

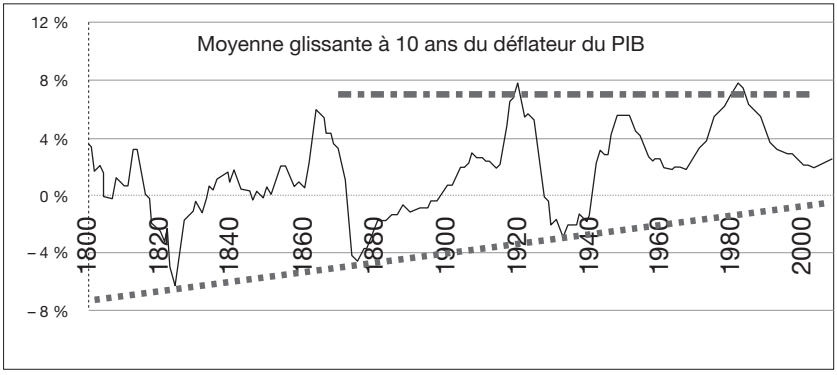
Depuis la fin des années 1930, l'économie américaine est devenue par nature inflationniste. Si l'on regarde la moyenne glissante du déflateur à 10 ans, on peut même tracer une tendance haussière très claire en reliant les principaux points bas (cf. graphique 10.3). Cela traduit donc le fait que les points bas d'inflation sont de plus en plus élevés. Pour la première fois de son histoire, le creux d'inflation de la période (1999) est resté en territoire positif et la tendance des points bas de l'inflation est maintenant au-dessus de zéro.

Si l'on considère que 1999 est bien le point bas, une longue période de hausse des prix semble désormais devant nous. Si l'on extrapole, la moyenne glissante à 10 ans devrait se diriger vers les sommets des années 1980 autour des 8 % et peut-être même aller au-delà. De plus, contrairement au XIXe siècle, où les périodes d'inflation étaient hachées et brèves, et à l'instar du comportement constaté depuis les années 1930, les cycles

© Groupe Eyrolles

d'inflation s'inscrivent dans la durée (inflation structurelle, mécanismes d'indexation, moindre dépendance aux aléas conjoncturels…). L'inflation à venir devrait donc s'installer durablement dans la nouvelle donne économique des pays occidentaux.

Graphique 10.3 – Tendance haussière à long terme de la moyenne glissante à 10 ans du déflateur du PIB américain



(Source : National Bureau of Research and Statistics.)

Au-delà de la vérification du travail de Kondratiev, l'analyse de ces données permet également d'autres observations. Tout d'abord, on remarque que la volatilité de l'inflation a faibli. Cela semble corroborer le principe selon lequel la banque centrale américaine a assez bien réussi son objectif de contrôle de l'inflation en la maintenant généralement au-dessus de 2 % et en réagissant très rapidement dans les périodes de surchauffe comme en 1980. En second lieu, on constate graphiquement l'existence de cycles majeurs. Il semble bien qu'un point bas ait été touché entre 1999 et 2003, ce qui suggère qu'un long cycle de hausse de l'inflation a déjà commencé et qu'il devrait se poursuivre jusqu'aux années 2030-2040 (1980 + 50/60). L'inflation est donc, selon l'analyse des cycles, devant nous.

© Groupe Eyrolles

La masse monétaire

La masse monétaire des différentes banques centrales a, nous l'avons vu, connu une véritable explosion. Le bilan de la Fed, par exemple, a littéralement explosé passant d'environ 850 millions de dollars à plus de 3 000 milliards de dollars et potentiellement plus de 4 000 milliards de dollars. La variation sur douze mois est considérable et n'a jamais connu d'équivalent dans l'histoire (cf. graphique 10.4). La dégradation du bilan est non seulement d'ordre quantitatif mais aussi qualitatif puisque les actifs acceptés par la banque centrale se sont également dégradés au cours du temps (la Fed acceptant par exemple des actifs hypothécaires, des obligations d'État ou de la titrisation).

Devant l'avalanche de création monétaire, il convient de s'interroger sur les conséquences d'un tel phénomène. Si l'on retient l'approche de la théorie monétariste défendue par Irving Fisher et Milton Friedman, on peut utiliser la fameuse équation monétariste pour expliquer l'impact éventuel de la création monétaire dans l'économie et dans la formation des prix :

$$MV = PT$$

où M correspond à la masse monétaire ;

V est égal à la vitesse de circulation de la monnaie ;

P est l'équivalent du prix nominal ;

et T correspond aux quantités de biens échangés.

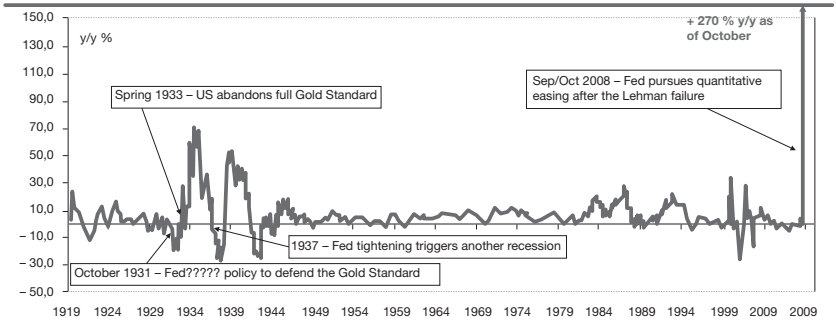
Il en ressort que, à activité constante, les prix et leur évolution dépendent à la fois de la quantité de monnaie et de la vitesse à laquelle la monnaie est échangée dans l'économie. Selon les monétaristes, une augmentation de la masse monétaire entraîne de fait, toutes choses égales par ailleurs, une augmentation des prix. L'explosion du bilan de la Fed sous-entendrait donc une poussée inflationniste. Or, jusqu'à présent, la crise économique et financière a dans le même temps conduit à une chute très sensible de la vitesse de circulation de la monnaie (qui serait en

© Groupe Eyrolles

l'occurrence passée sous le seuil de 1). C'est la traduction du *credit crunch* pendant lequel l'argent reste bloqué sur les comptes et ne circule pas. Ainsi, tant que la confiance n'est pas revenue et que l'économie reste dépressive, la vitesse de circulation va rester faible mais elle repartira logiquement à la hausse dès qu'une amélioration de l'activité se fera sentir. À partir de là, la vitesse pourra repasser le seuil de 1 et alors les effets inflationnistes se feront sentir.

L'inquiétude actuelle repose sur l'ampleur de l'explosion du bilan. Celle-ci est si colossale qu'il sera très difficile pour la Fed (et les autres banques centrales) de pouvoir contrôler raisonnablement l'évolution des prix. Cela supposerait de pouvoir revendre rapidement les actifs achetés ou de remonter vite les taux courts, ce qui déclencherait de nouvelles difficultés économiques. En voulant sauver le système, les banques centrales mettent les doigts dans un nouveau piège à venir, celui de l'augmentation des prix, sans savoir réellement comment gérer ce risque. Le graphique 10.4 représente l'explosion de la croissance annuelle des réserves de la Fed.

Graphique 10.4 – Croissance de la création monétaire aux États-Unis


150,0
130,0
110,0
90,0
70,0
50,0
30,0
10,0
– 10,0
– 30,0
– 50,0
y/y %
+ 270 % y/y as of October
Sep/Oct 2008 – Fed pursues quantitative easing after the Lehman failure
Spring 1933 – US abandons full Gold Standard
1937 – Fed tightening triggers another recession
October 1931 – Fed????? policy to defend the Gold Standard
1919 1924 1929 1934 1939 1944 1949 1954 1959 1964 1969 1974 1979 1984 1989 1994 1999 2009 2009

(Source : Federal Reserve Bank of Saint Louis, Société générale, novembre 2008.)

© Groupe Eyrolles

L'explosion du bilan des banques centrales correspond de fait à une dégradation future de la valeur de la monnaie : les banques centrales créent de la monnaie de façon considérable. Quand cette création monétaire se retrouvera dans l'économie grâce à une amélioration de la conjoncture (vitesse de la monnaie supérieure à 1), la monnaie aura perdu une partie de sa valeur. Et c'est cette perte de valeur qui entraînera une hausse des prix. L'inflation à venir ne sera pas due à un phénomène de forte demande sur les biens mais à un mécanisme d'excès d'offre de monnaie. La valeur de la monnaie va baisser et le prix des biens exprimés dans cette monnaie sera donc poussé à la hausse. L'inflation sera sûrement au rendez-vous. Cependant, le risque d'hyperinflation reste encore improbable (situation où l'inflation dépasse les 20 % pour ensuite devenir totalement incontrôlable) car les autorités monétaires sont parfaitement conscientes du risque encouru et on peut donc logiquement penser qu'elles seront d'une extrême vigilance. Toutefois, les interactions sur l'économie réelle peuvent être problématiques en provoquant des politiques de stop-and-go brutales aggravant le phénomène lié à une plus grande volatilité de l'économie. On peut logiquement penser que l'apurement du bilan des banques centrales sera long et qu'en conséquence, l'instabilité économique s'installera également de façon durable.

L'intérêt des États et des banques centrales

Ce que redoutent le plus les politiques aujourd'hui est une situation déflationniste. D'une part, une déflation généralisée aggrave la paralysie de l'économie puisque la déflation incite naturellement les agents économiques à repousser leurs dépenses et leurs investissements. Le cash déposé en banque dispose ainsi implicitement d'un taux de rentabilité égal au taux de déflation. La déflation ne profite donc qu'aux rentiers. Pire, le taux de rentabilité des investissements doit être exceptionnel pour compenser à la fois le taux d'intérêt de l'investissement et le taux de déflation

© Groupe Eyrolles

observé sur les prix. Autrement dit, très peu d'investissements ont une chance de s'avérer rentables, ils risquent alors de s'effondrer, risque entraînant une véritable dépression. D'autre part, la déflation aggrave de fait le problème du ratio dette/PIB en baissant le niveau du PIB nominal (cf. chapitre 4).

À l'inverse, l'inflation est souvent perçue comme une solution raisonnable pour régler tout un ensemble de problèmes en douceur, dont justement celui de la dette. Une inflation de 8 % par an permettrait de diviser le ratio dette/PIB par deux en neuf ans en supposant une croissance réelle nulle et le maintien de la dette nominale au même niveau sur la période. Ainsi le problème crucial de la dette serait-il réglé sans violence et sans effort. Le temps règlerait l'affaire ! Le second avantage de l'inflation repose également sur sa nature re-distributive : elle bénéficie aux investisseurs et à ceux qui s'endettent et pénalise les rentiers en rongeant leur épargne improductive. En dehors de l'Allemagne qui, pour des raisons historiques douloureuses, reste totalement rétive aux vertus supposées de l'inflation, la plupart des gouvernements verraient plutôt d'un assez bon œil son retour modéré et contenu. Le temps de l'inflation et de sa tête immonde est loin. Les États, et dans une moindre mesure les banquiers centraux, considèrent la hausse des prix comme un facteur favorable pour régler la crise. Ils oublient trop facilement les difficultés qu'il peut y avoir pour la maîtriser.

Une inflation stable et bien maîtrisée entre 4 % et 7 % serait, dans les conditions actuelles, une bonne chose. Mais cela suppose la capacité de contrôler réellement l'inflation. Or, l'histoire nous rappelle qu'une fois certains seuils franchis, la maîtrise de la hausse des prix est délicate et souvent coûteuse (cf. récession de 1982). Une trop forte inflation s'accompagne généralement d'un emballement (mécanismes d'indexation et de suranticipation) pouvant aboutir à l'hyperinflation. Enfin et surtout, un niveau trop fort et trop volatile d'inflation détériore considérablement la visibilité de l'économie qui, de fait, devient

© Groupe Eyrolles

elle-même plus volatile et rend tout investissement très incertain. Les prêteurs exigent ainsi des primes de risque élevées : s'ils bloquent des prêts à 10 % pendant cinq ans et que l'inflation dérape à 15 %, ils perdent beaucoup d'argent. Ils sont donc obligés d'ajuster leur marge en fonction du niveau absolu d'inflation constatée. Une inflation trop élevée et instable fait donc peser un risque très fort sur l'investissement et la croissance économique.

Les rigidités salariales

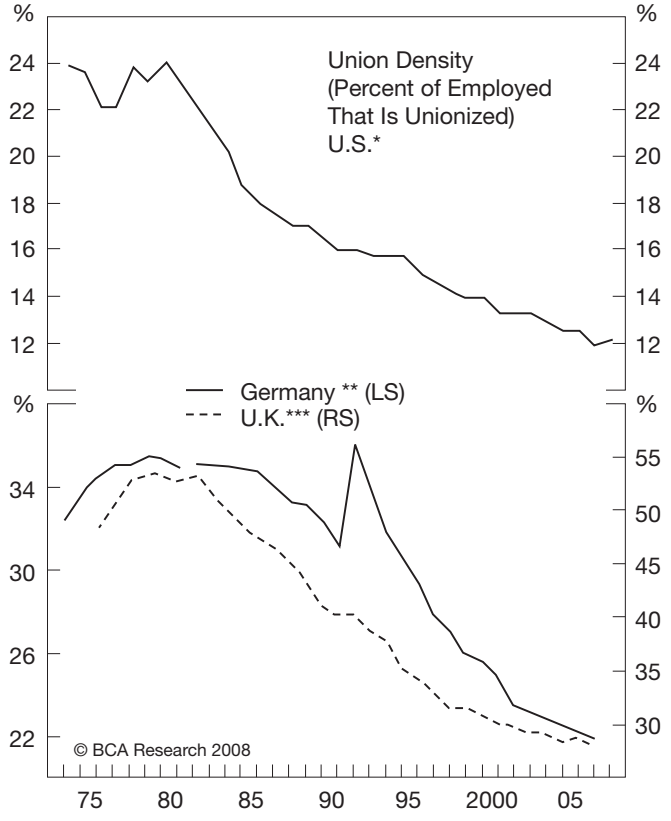
Si le travail était une marchandise comme les autres, la valeur de ce dernier, le salaire, devrait subir de fortes pressions baissières dans une période de crise marquée par une explosion du chômage. Une baisse des salaires contribuerait alors significativement au développement d'un cercle vicieux déflationniste. Or, cette situation semble assez improbable du fait de l'existence d'un ensemble de rigidités salariales. La première d'entre elles est marquée par l'existence d'un salaire minimum (SMIC) dans la majorité des pays développés. Ensuite, dans un climat déjà extrêmement tendu socialement, il sera quasiment impossible de faire passer des mesures de baisse salariale généralisée. Il est vraisemblable que les syndicats commencent à retrouver une légitimité oubliée et ne manqueront aucune occasion pour défendre à tout prix le revenu des salariés. Les gouvernements se refuseront probablement à prendre un tel risque. Les salaires devraient donc rester à peu près intacts et, si l'inflation repart, ils pourraient même renouer avec une indexation sur les prix à la consommation pouvant à terme contribuer à un cercle vicieux inflationniste.

Toutefois, certains salariés verront leur salaire stagner ou baisser sensiblement : les cadres supérieurs et les dirigeants d'entreprise dont les revenus variables (bonus, stock-options…) seront réduits ou parfois supprimés, tandis que les jeunes générations se verront offrir des salaires d'entrée beaucoup moins attractifs qu'auparavant. Mais cela ne sera pas suffisant pour conduire à

© Groupe Eyrolles

une spirale déflationniste, ce ne sera qu'un élément permettant un retour rapide vers un plus grand équilibre dans les rémunérations.

Graphique 10.5 – Évolution du nombre d'ouvriers syndiqués en Allemagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis



(Source : Bureau of Labor Statistics, OCDE.)

Aussi, contrairement aux situations des crises passées, les rigidités salariales rendent improbable un mécanisme vicieux déflationniste alors qu'ils peuvent au contraire contribuer à alimenter un retour de l'inflation. Enfin, il n'est pas exclu que la tendance

© Groupe Eyrolles

entamée depuis les années 1980 en défaveur des syndicats ait atteint un point bas majeur et entame un retournement durable. Le graphique 10.5 montre la chute du syndicalisme en Allemagne, au Royaume-Uni et aux États-Unis. Les courbes semblent clairement s'essouffler à la baisse et les tensions sociales à venir militent largement en faveur d'un fort regain syndical (cf. deuxième partie).

Le protectionnisme et la baisse de la productivité et de l'innovation

La mondialisation a sans doute été un formidable moteur désinflationniste tout au long de ces vingt dernières années. Les coûts de production des biens manufacturiers se sont effondrés, la main-d'œuvre mondiale était bon marché… Comme nous l'avons indiqué au chapitre 6, nous vivons dans un nouvel environnement qui sera marqué par une dé-mondialisation et par le retour du protectionnisme. Or le protectionnisme suppose que les biens sont produits avec une moindre compétitivité conduisant imparablement à un coût de production et de vente plus élevé. Le chemin qui a été fait dans un sens a tout lieu de l'être dans l'autre. Une fois la problématique de déstockage des biens réglée, les prix de vente des biens manufacturiers vont cesser de baisser et devraient amorcer une tendance à la hausse. En tout cas, les forces déflationnistes de la mondialisation ont terminé de jouer. Place aux forces inflationnistes du protectionnisme.

La productivité et l'innovation ont aussi été des forces formidables de désinflation. La révolution de l'Internet et des technologies mobiles a favorisé une telle efficacité. Mais l'essentiel des effets positifs de ces bouleversements est derrière nous. En revanche, tout un ensemble de facteurs négatifs risquent au contraire d'altérer l'innovation et, par voie de conséquence, la productivité. La crise actuelle a naturellement déclenché le report de nombreuses décisions d'investissements liés à l'innovation et à la recherche. Comment et pourquoi investir à long terme quand le

© Groupe Eyrolles

court terme est si incertain et que la question de la survie même de l'entreprise à moyen terme est posée ? Le degré d'incertitude sur le cycle économique est tel que ces investissements de long terme ne peuvent pas se justifier. Le seul agent économique capable de relever un tel défi est l'État. Ce dernier ne s'y est pas trompé en s'engageant sur un certain nombre de dossiers d'innovation et de recherche. Mais, on le sait, l'État est rarement un parangon d'efficacité et bute souvent sur l'application concrète et le relais dans l'industrie. Privée en partie de ces investissements, l'économie dans son ensemble risque donc d'en souffrir. À plus court terme, il est probable que des entreprises préféreront garder un matériel en partie obsolète et peu performant plutôt que d'investir dans des machines sophistiquées et plus efficaces conduisant à une baisse de la productivité. En pleine incertitude, certaines entreprises pourront même faire le choix de garder leurs salariés et leur matériel obsolescent plutôt que de réduire la masse salariale (avec les conflits sociaux qui en découlent) et d'investir dans de nouvelles machines.

Dans un registre assez proche, il y a tout lieu de penser que des contraintes environnementales viendront augmenter le coût de production des biens et services (contraintes et taxations sur les rejets de CO_2, obligations de dépenses dans une énergie verte…), dégradant mécaniquement la productivité du travail. À titre d'exemple, une des grandes innovations de ces prochaines années sera la voiture propre : c'est évidemment un progrès formidable pour l'humanité et la planète, mais cela risque de coûter plus cher qu'une voiture à moteur atmosphérique sans que cela ne modifie en rien ses performances pratiques. Au détail près – non négligeable tout de même – de sa consommation d'énergie, elle risque même de rouler moins vite, d'avoir moins d'autonomie avec, en prime, des complications pour le rechargement de la batterie... Les prochaines politiques en faveur de l'environnement auront un coût considérable : on dépensera beaucoup (et tout particulièrement l'État qui subven-

© Groupe Eyrolles

tionnera beaucoup de projets) sans pour autant améliorer notre bien-être immédiat.

La problématique environnementale entraînera un nombre croissant de dépenses, qui ne feront qu'altérer la rentabilité et l'efficacité actuelle du capital et abaisseront la productivité (cf. chapitre 9).

Un environnement beaucoup plus étatique

Comme nous l'avons vu dans la deuxième partie, l'État va jouer un rôle déterminant dans l'activité économique en se substituant en partie à l'initiative privée et en jouant un rôle régulateur notable. Cela va naturellement de pair avec un tassement de l'efficacité libérale au profit d'une société plus socialiste. Un tel changement de curseur dans l'organisation de la société aura un impact certain sur son efficacité économique. Les richesses seront plus difficiles à extraire et leur coût de production en sera d'autant plus élevé. Les modifications sociétales auront donc une influence inévitable sur l'inflation des biens et services.

Dans un système de marché ouvert, aucun travailleur n'est payé au-dessus de son coût marginal. En revanche, dans un pays guidé par des aspirations socialistes ou sociales-démocrates, il n'y a plus de lien étroit entre le coût marginal du salarié et le taux de salaire. C'est au contraire le bien-être du salarié qui devient la priorité au détriment de l'incitation à produire. L'adoption et l'implémentation de politiques socialisantes (ou sociales-démocrates) sont en conséquence généralement inflationnistes, comme ce fut le cas dans les années 1970.

La baisse des devises et la hausse des matières premières

On peut également ajouter qu'une corrélation assez forte existe entre les périodes d'inflation et les périodes de guerre. Au cours des cent cinquante dernières années, on constate que les grandes

© Groupe Eyrolles

périodes de guerre coïncident avec des périodes d'inflation (guerre de Sécession, Première et Seconde Guerres mondiales, guerre du Vietnam). Si aucune causalité ne peut être établie, il est évident que les périodes de guerre contraignent fortement le commerce mondial (blocus, destruction ou blocage des infrastructures, dysfonctionnement de la distribution des biens et matières premières…) et affaiblissent fortement le secteur productif (destructions, difficulté d'approvisionnement en matières premières, forte demande militaire…) rendant la hausse des prix inévitable. La demande de biens reste très forte tandis que l'offre devient rare. Si le nombre de conflits dans le monde venait à reprendre, comme nous l'avons mentionné dans le chapitre 8, il y a tout lieu de penser que l'impact sur les prix serait perceptible (notamment par le biais d'une hausse des prix énergétiques et agricoles, cf. chapitre 13).

Beaucoup de pays joueront la carte de la dévaluation compétitive (voir chapitre 14) en espérant gagner quelques parts de marchés supplémentaires. Alors que les gains éventuels en termes de commerce extérieur sont très incertains (les échanges devraient, en effet, continuer à se réduire, ruinant du même coup les efforts des pays voulant exporter), l'impact sur les prix importés, et tout particulièrement les matières premières indispensables, sera indiscutable. Comme nous le verrons dans la quatrième partie, les matières premières devraient rester dans un cycle favorable et certaines d'entre elles devraient même progresser sensiblement. Les deux éléments combinés constitueront donc un élément supplémentaire de tension inflationniste.

En conclusion, il ressort que la grande majorité des facteurs déflationnistes de ces vingt dernières années (mondialisation, dérégulation, libéralisme universel, concurrence échevelée, progrès techniques et inventions majeures…) vont s'estomper ou même s'inverser (protectionnisme, régulation, socialisme ou capitalisme d'État…) alors même que d'autres forces inflation-

© Groupe Eyrolles

nistes sont déjà en place ou sur le point de l'être (cycle historique, création monétaire, environnement, matières premières…). Le résultat final ne semble guère faire de doute : l'inflation devrait bien être au rendez-vous de ces dix ou vingt prochaines années.

Cependant, le démarrage de ce cycle inflationniste n'est pas encore perceptible. À court terme, la crise économique a généré des pressions déflationnistes fortes (déstockages massifs à prix bradés…) mais leurs effets devraient être de faible ampleur, très délimités dans le temps et dans le type de biens et incapables de déclencher une spirale déflationniste. Malgré le choc conjoncturel majeur enregistré depuis septembre 2008, les prix sont restés en territoire positif. La stabilisation de l'activité ou, mieux encore, la reprise d'une croissance positive à l'horizon 2010 devrait marquer la fin de cette courte phase déflationniste (ou très faiblement inflationniste) et ouvrir la voie à une longue période d'inflation croissante. Celle-ci devrait se généraliser à l'ensemble du monde occidental mais devrait être plus marquée dans les pays anglo-saxons. En dépit des réticences allemandes, l'Europe a très peu de chances d'échapper à ce destin.

Les perspectives de croissance

Application de l'analyse des cycles à la croissance

L'observation de la série économique du PIB américain réel (c'est-à-dire corrigé du phénomène perturbateur de l'inflation) nous permet de déterminer les points hauts et les points bas du cycle depuis le début du XIX^{e} siècle. Le graphique 10.6 est une moyenne sur quatre ans du PIB déflaté qui permet de lisser les éventuels excès à court terme et de permettre une meilleure

© Groupe Eyrolles

lecture visuelle avec assez peu de bruits. Le simple repérage des points hauts et bas nous permet de dégager la série suivante :

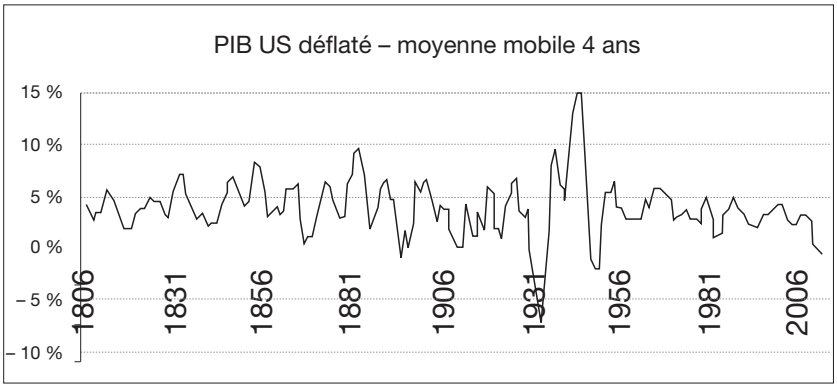
Tableau 10.4 – Creux et sommets du cycle économique américain

Cycle économique US	
Creux	Sommets
1819	1813
	1833
1841	
	1854
1869	1882
1894	
	1901
1911	
1933	1926
	1944
1949	
	1967
1983	1987
2012/2013 ?	

On observe que la moyenne de ces cycles est d'un peu plus de onze ans. Par ailleurs, on peut observer que les points bas et points hauts majeurs qui ont été encerclés sont constatés tous les cinq cycles, soit en moyenne environ 54 ans, c'est-à-dire précisément la durée d'un cycle de Kondratiev.

© Groupe Eyrolles

Graphique 10.6 – Variation du PIB nominal aux États-Unis (moyenne mobile à 4 ans)



(Source : National Bureau of Research and Statistics.)

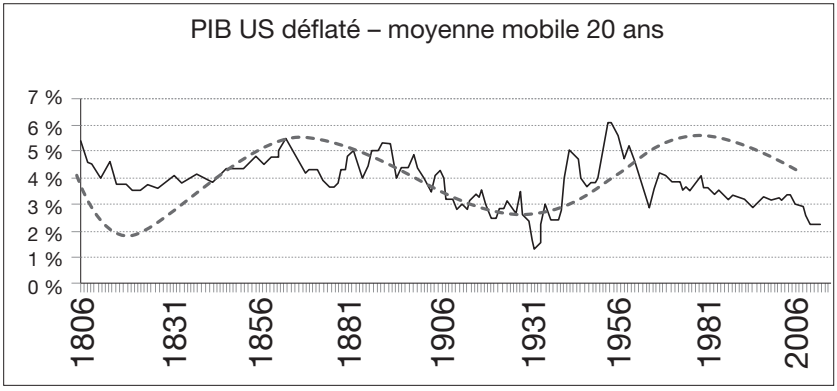
L'intervalle moyen entre deux creux ou deux sommets est proche de 23 ans avec un minimum de 16 ans et un maximum de 34 ans. Un cycle de Kondratiev permettrait ainsi d'englober deux cycles visuellement observables avec une durée moyenne totale d'environ 47 ans. Pour aujourd'hui, il semble très clair qu'un creux de conjoncture se mette en place avec un point bas prévisible en 2012-2013, soit 3 à 4 ans après le démarrage de la crise – comme ce fut le cas en 1933. Cela suppose que, en dépit d'une embellie perceptible en 2010, l'activité risque de poursuivre sa dégradation jusqu'en 2012-2013. Cela rejoint le principe dit du *double dip* : deux récessions successives interrompues par un bref retour de croissance (2010).

Par ailleurs, l'observation de la série valide l'existence effective d'un cycle économique et permet également de constater que, depuis les années 1960, la croissance américaine s'essouffle (elle ne parvient plus à passer le cap des 5 %) et amorce ainsi une sorte de tendance baissière. De plus, la contraction à venir du PIB devrait entraîner une croissance moyenne sur quatre ans négative pour la première fois depuis la fin des années 1940.

© Groupe Eyrolles

Dans une perspective plus longue, il semble également que des points extrêmes ressortent de façon plus marquée que d'autres, notamment quand on utilise des lissages plus longs à vingt ans et plus, représenté sur le graphique 10.7. En l'occurrence, les points bas de 1819 et 1933 sont très nets ainsi que le point haut de 1882. Ces points extrêmes caractéristiques sont séparés par une série de deux points hauts et de deux points bas successifs.

Graphique 10.7 – Variation du PIB réel (moyenne glissante sur 20 ans)



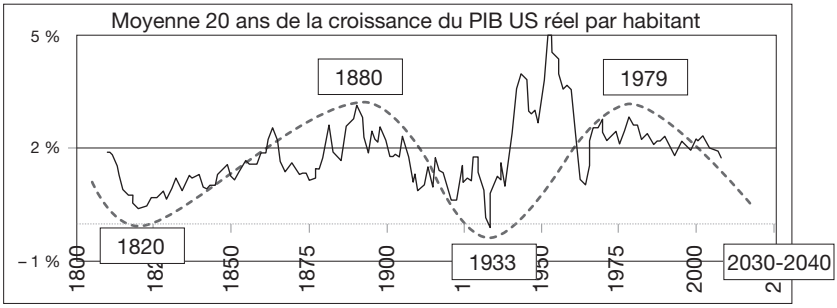
(Source : National Bureau of Research and Statistics.)

D'après cette typologie, le point de 1987 serait un point majeur en dépit de l'existence de points précédents plus hauts (notamment celui de 1944 qui n'est qu'une réaction violente à l'effondrement des années 1930 et ne serait donc pas significatif). Dans ces conditions, le point haut majeur de ce cycle post-1933 serait 1987 (ou éventuellement 1979). L'essentiel est que le cycle actuel est bien baissier (ce que nous avons déjà constaté visuellement) et que sa durée normale devrait être d'une cinquantaine d'années. À partir de 1979 ou de 1987, cela suggère un bas de cycle pour les années 2030 à 2040. Par ailleurs, la moyenne à 20 ans de l'économie américaine devrait se situer au moins vers le niveau atteint en 1933, c'est-à-dire assez proche de 1 %, ce qui est historiquement très faible. Mais étant donné que la crois-

© Groupe Eyrolles

sance démographique américaine reste bien orientée (autour de 1 % par an), cela sous-entend que la croissance effective (par habitant) pourrait être proche de zéro, comme cela a été le cas lors des périodes de points bas de 1820 et 1933 (valeur négative de – 0,4 %). Cela permet donc de justifier une perspective cyclique assez sombre que l'on retrouve sur le graphique 10.8.

Graphique 10.8 – Variation du PIB réel par habitant (moyenne glissante sur 20 ans)



(Source : National Bureau of Research and Statistics.)

Le retour des cycles économiques et la baisse durable de la croissance

Une analyse historique du FMI montre que les récessions sont plus longues en temps et plus marquées quand elles sont précédées d'une crise bancaire (voir le rapport sur le site du FMI : http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/index.htm).
D'après le FMI, l'économie mondiale devrait connaître une récession pendant au moins deux ans avec une baisse sensible du PIB. Tout le monde s'attend bien sûr à une période difficile mais les diagnostics varient. Certains espèrent que l'économie repartira fin 2009 ou courant 2010 en pensant que le pire est derrière nous, mais le risque est bien d'avoir affaire à une petite reprise conjoncturelle qui ne serait qu'un répit dans la crise en cours.

© Groupe Eyrolles

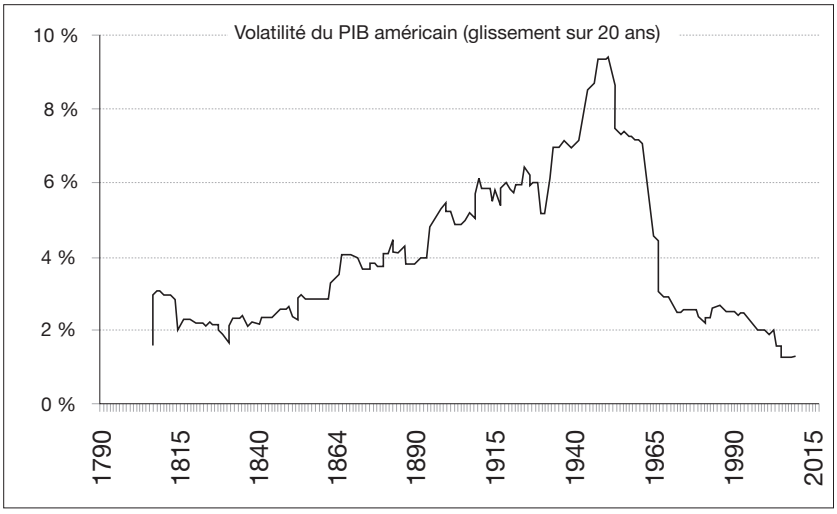
De plus, le coût d'adaptation aux nouvelles contraintes environnementales et démographiques va représenter une pression croissante sur les revenus et la consommation des ménages, déjà acculés par la masse des dettes. Or, c'est la consommation qui a été un des moteurs de la croissance occidentale. Privées de cette manne, les économies occidentales passeront par une longue période de purge. En dépit de leurs efforts, les États et les banques centrales ne pourront qu'infléchir cette tendance lourde.

Le retour de la volatilité de l'économie

Répondant au vœu d'Irving Fisher, selon lequel les cycles économiques pouvaient être éliminés grâce à une politique efficace visant à la stabilité des prix à la consommation, les autorités monétaires n'ont eu de cesse, depuis les années 1980, d'agir pour baisser le niveau de l'inflation à un seuil acceptable et stable. Jusqu'à l'aube de la crise, leur réussite éclatait de mille feux puisqu'une des caractéristiques les plus impressionnantes de la croissance économique des pays développés au cours des trente dernières années a été l'effondrement de sa volatilité. Le graphique 10.9 représente la volatilité sur vingt ans glissants de la croissance réelle de l'économie américaine. Jamais dans l'histoire des États-Unis et des autres pays développés, la volatilité n'a été aussi basse. Les banquiers centraux ont réussi à dompter le cycle économique jusqu'à le faire pratiquement disparaître. La même observation peut être faite au niveau de l'inflation : la volatilité sur vingt ans est inférieure à 1 % (cf. graphique 10.10) : du jamais vu ! La combinaison des deux donne une volatilité du PIB nominal formidablement basse et stable. Cet environnement historique a offert une visibilité exceptionnelle sur les perspectives économiques. Le cycle économique étant à ce point maîtrisé que la notion de risque de l'investissement est devenue presque sans objet. D'où une explosion sans mesure de l'investissement et l'implosion du niveau de la prime de risque sur l'ensemble des marchés financiers.

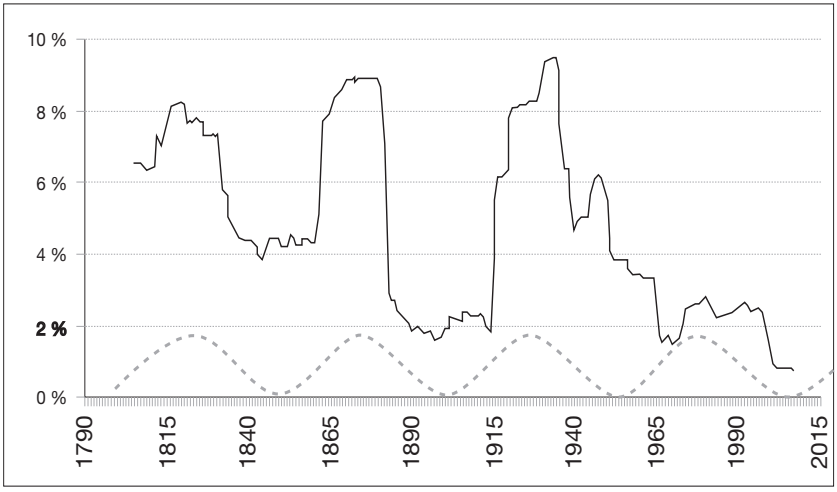
© Groupe Eyrolles

Graphique 10.9 – Volatilité du PIB américain (moyenne sur 20 ans)



(Source : National Bureau of Research and Statistics.)

Graphique 10.10 — Volatilité de l'inflation américaine (moyenne sur 20 ans)



(Source : National Bureau of Research and Statistics.)

© Groupe Eyrolles

Tableau 10.5 – Cycles économiques aux États-Unis

BUSINESS CYCLE DATES DE RÉFÉRENCE		DURÉE EN MOIS			
Pics	Creux	Pics	Creux	Pics	
Les dates trimestrielles sont entre parenthèses		Pic au creux suivant	Les dates trimestrielles sont entre parenthèses	Pic au creux suivant	Les dates trimestrielles sont entre parenthèses
	December 1854 (IV)	--	--	--	--
June 1857 (II)	December 1858 (IV)	18	30	48	--
October 1860 (III)	June 1861 (III)	8	22	30	40
April 1865 (I)	December 1867 (I)	32	46	78	54
June 1869 (II)	December 1870 (IV)	18	18	36	50
October 1873 (III)	March 1879 (I)	65	34	99	52
March 1882 (I)	May 1885 (II)	38	36	74	101
March 1887 (II)	April 1888 (I)	13	22	35	60
July 1890 (III)	May 1891 (II)	10	27	37	40
January 1893 (I)	June 1894 (II)	17	20	37	30

.../...

© Groupe Eyrolles

© Groupe Eyrolles

December 1895 (IV)	June 1897 (II)	18	18	36	35
June 1899 (III)	December 1900 (IV)	18	24	42	42
September 1902 (IV)	August 1904 (III)	23	21	44	39
May 1907 (II)	June 1908 (II)	13	33	46	56
January 1910 (I)	January 1912 (IV)	24	19	43	32
January 1913 (I)	December 1914 (IV)	23	12	35	36
August 1918 (III)	March 1919 (I)	7	44	51	67
January 1920 (I)	July 1921 (III)	18	10	28	17
May 1923 (II)	July 1924 (III)	14	22	36	40
October 1926 (III)	November 1927 (IV)	13	27	40	41
August 1929 (III)	March 1933 (I)	43	21	64	34
May 1937 (II)	June 1938 (II)	13	50	63	93
February 1945 (I)	October 1945 (IV)	8	80	88	93
November 1948 (IV)	October 1949 (IV)	11	37	48	45
July 1953 (II)	May 1954 (II)	10	45	55	56
August 1957 (III)	April 1958 (II)	8	39	47	49

.../...

April 1960 (II)	February 1961 (I)	10	24	34	32
December 1969 (IV)	November 1970 (IV)	11	106	117	116
November 1973 (IV)	March 1975 (I)	16	36	52	47
January 1980 (I)	July 1980 (III)	6	58	64	74
July 1981 (III)	November 1982 (IV)	16	12	28	18
July 1990 (III)	March 1991 (I)	8	92	100	108
March 2001 (I)	November 2001 (IV)	8	120	128	128
December 2007 (IV)			73		81
Average, all cycles :					
1854-2001 (32 cycles)		17	38	55	56*
1854-1919 (16 cycles)		22	27	48	49**
1919-1945 (6 cycles)		18	35	53	53
1945-2001 (10 cycles)		10	57	67	67
1980-2007 (4 cycles)		9,5	70,5		

(Source : National Bureau of Economic Research.)

© Groupe Eyrolles

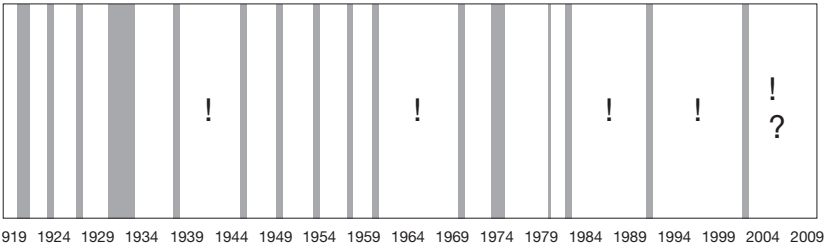
Le tableau 10.5 établi par le National Bureau of Economic Research confirme de façon explicite nos observations sur la volatilité. Depuis 1980, la durée des récessions n'a jamais été aussi courte (9,5 mois) et surtout la durée des phases d'expansion n'a jamais été aussi longue (70 mois) avec un record jamais égalé de croissance ininterrompue entre mars 1991 et mars 2001 (120 mois). Seule la période d'après-guerre présente des périodes de croissance à peu près comparables.

Il faut relire Stiglitz *a posteriori* pour être épouvanté par ses remarques sur la gestion de la récession de 2001-2002 par Bush et Greenspan. Il reproche aux autorités de l'époque de ne pas avoir fait assez pour l'éviter… Il se félicite dans le même temps du bilan de l'ère Clinton, période bénie pendant laquelle l'économie américaine n'a pas connu l'ombre d'un ralentissement, grâce à un *fine tuning* exceptionnel de la politique économique. Le problème est justement là : les banquiers centraux en ont trop fait pour amadouer le cycle économique et le lisser. Le graphique 10.11 représente les périodes de récession depuis 1919. Elles sont indiquées en grisé. On constate une régularité des récessions dans le passé avec des cycles assez précis de quatre ans en moyenne (cycle de Kitchin). Nous avons indiqué par un point d'exclamation les périodes manquantes. On en constate cinq au total, dont trois depuis 1982 (la troisième aurait dû se manifester en 2005-2006). Et les récessions de 1991 et 2001 ont été courtes et peu marquées. Pour y parvenir, la Fed a injecté des quantités phénoménales de liquidités qui ont permis à chaque menace de correction cyclique de faire repartir la croissance : ce fut le cas en 1991, 1995, 1998 et 2001. Les cycles ont ainsi été gommés avec le coût que l'on sait : le déclenchement d'un nombre incalculable de bulles spéculatives s'achevant par le bouquet final de la crise financière et économique. On notera aussi que le lissage économique semble avoir été obtenu au détriment d'une moindre croissance effective (cf. baisse de la croissance moyenne à partir des années 1980). À la vue de ce

© Groupe Eyrolles

bilan, on pourrait aisément reprendre la devise de Reagan en l'adaptant quelque peu : « La Fed n'est pas la solution, c'est le problème ! » En tout cas, l'analyse de Keynes selon laquelle des bulles spéculatives sur le prix des actifs pouvaient coexister avec une stabilité des prix à la consommation s'est confirmée. On avait simplement oublié qu'il précisait aussi qu'une telle situation ne pouvait conduire à terme qu'à une plus grande instabilité économique. Nous y sommes.

Graphique 10.11 – Périodes de récession de l'économie américaine



Note : les points d'exclamation indiquent des absences de cycle.

La Fed a donc usé et abusé de la potion magique de la liquidité monétaire et a engendré un monstre. Désormais, il semble bien que le choix des autorités monétaires est de poursuivre dans cette voie en injectant encore et toujours des liquidités pour sauver ce qui peut l'être. Il y a malheureusement un risque non négligeable que l'entêtement dans ce dogme de la création monétaire accouche à son tour d'un autre monstre (l'inflation). Les risques de voir une nouvelle bulle spéculative sur une certaine classe d'actifs sont en revanche devenues très minces : le meurtrier ne revient que rarement sur les lieux du crime. Dans l'histoire des bulles, on ne revoit jamais deux bulles consécutives sur une même classe d'actifs. Les investisseurs sont durablement prudents et méfiants. Seul le temps peut permettre l'émergence d'une nouvelle génération d'investisseurs qui, faisant fi de l'histoire, peuvent s'affranchir des mises en garde de leurs aînés. Or, comme toutes les classes d'actifs ont déjà vécu une bulle

© Groupe Eyrolles

spéculative (actions, crédit, immobilier, matières premières…), une nouvelle bulle semble improbable. En revanche, une bulle sur les prix (ou son corollaire, un effondrement de la valeur de la monnaie) reste la seule possibilité vraiment sérieuse (cf. *infra*). La vraie difficulté aujourd'hui est de voir l'inefficacité des politiques monétaires et l'incapacité des autorités monétaires à avoir un impact sur les marchés et l'économie réelle. Cette impuissance se perçoit déjà : la politique du ZIRP est un premier aveu et l'abondance de création monétaire, dont les effets ont peu de chances d'être durables, justifie la question de la crédibilité de l'action de la Fed. Le risque est clairement là : après avoir endormi le cycle économique en lui imposant des médecines euphorisantes, le malade se réveille aujourd'hui pétri de douleurs et les remèdes d'antan ne semblent plus ni suffire ni même convenir. L'impuissance de la Fed à gérer cette crise sur le long terme suppose que l'économie va revivre selon son propre rythme et renouer avec une plus grande volatilité de la croissance et de l'inflation. Cela va donc générer des difficultés croissantes et durables de visibilité de l'économie. En conséquence, les primes de risque et le taux de rendement exigés par l'investisseur et l'entrepreneur resteront durablement élevés. L'investissement du secteur privé sera durablement réduit.

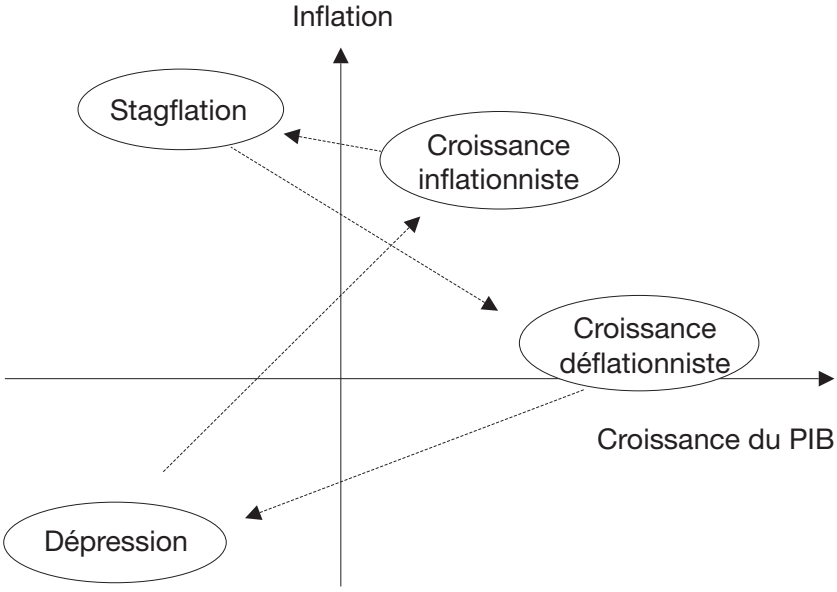
Le manque de visibilité de l'économie induit par une augmentation durable de la volatilité économique sera un frein important à la croissance : celle-ci sera donc durablement faible et volatile.

Toutefois, la situation déflationniste prévalant aujourd'hui justifie de s'interroger sur la validité d'un scénario combinant dégradation économique et inflation, ce que l'on appelle « stagflation ». En effet, le choc de 2008 s'accompagne d'une chute sensible de l'inflation qui, selon les zones, franchit même la zone négative, comme cela avait été le cas dans les années 1930 ou les années 1880. La question sous-jacente est donc : comment peut-on passer d'un environnement résolument déflationniste à une conjoncture inflationniste ? On distingue prati-

© Groupe Eyrolles

quement quatre types d'état économique : stagflation, croissance déflationniste, dépression et croissance inflationniste. Le cheminement naturel de l'économie est généralement de passer d'un état à l'autre en suivant cet ordre, comme l'indique le graphique 10.12. Cependant, il existe des exceptions (passage de stagflation à dépression ou passage de croissance déflationniste à croissance inflationniste…) et la durée de chacun des états est incertaine, à l'exception des dépressions toujours très brèves.

Graphique 10.12 – Principaux états de l'économie (couple inflation-croissance) et cheminements possibles



Pendant l'histoire récente, le début des années 1960 fut caractérisé par une croissance sans inflation tandis que la fin des années 1960 voyait une période de croissance inflationniste suivie dès le milieu des années 1970 par l'arrivée de la stagflation. Enfin, la

© Groupe Eyrolles

baisse de l'inflation à partir du milieu des années 1980 accompagnée d'un retour de la croissance a permis le développement d'une longue période de croissance déflationniste (ou plus exactement très faiblement inflationniste). Le choc de 2008 fait basculer l'économie dans un monde dépressionnaire « soft » (décroissance avec inflation nulle ou négligeable). L'étape prochaine pourrait donc être de passer directement en stagflation ou de passer par une période intermédiaire de croissance inflationniste (résultat des efforts combinés des politiques budgétaires et monétaires) assez courte déviant rapidement vers la stagflation. Une fois passé la période de dépression, le passage à une phase de croissance faiblement inflationniste nous semble être l'état le moins probable et, le cas échéant, le moins durable dans le temps. En revanche, l'état de stagflation correspond à l'issue la plus probable et devrait s'inscrire durablement dans le temps.

Toutes les études de cycle que l'on a présentées sont issues de l'économie américaine. Les données sont souvent plus fiables et plus stables en ce sens que les chiffres ne sont pas altérés par des événements extrêmes comme ceux des deux premières guerres mondiales qui ont lourdement affecté la démographie et l'état industriel des pays concernés. Les données françaises confirment néanmoins les cycles américains mais souffrent de dilatations extrêmes dues à l'hyperinflation d'après-guerre. Toutefois, on peut se poser la question de savoir si les constatations observées en Amérique sont facilement transposables à l'Europe. En ce qui concerne la croissance, les syndromes sont similaires. L'Europe est sûrement moins endettée mais souffre en revanche d'un déficit démographique qui continuera à peser sur la croissance à venir. Et le fardeau environnemental sera porté indistinctement par tous. En revanche, le doute est plus facile à concevoir en ce qui concerne l'inflation. Peut-il y avoir un découplage inflationniste ? L'Europe n'a-t-elle pas plus de chances d'évoluer dans la déflation comme l'a fait le Japon depuis 1990 ?

© Groupe Eyrolles

La structure démographique vieillissante d'un côté et la plus grande rigueur manifestée par la BCE sont des éléments à prendre très au sérieux. Cependant, même si les risques inflationnistes seront plus longs à se matérialiser en Europe, le principe d'un découplage semble néanmoins improbable. Les éléments structurels seront les mêmes, la dégradation du bilan de la BCE, certes moindre, suppose des risques élevés de baisse de la valeur de la monnaie. Enfin, si le dollar devait s'effondrer, les autres monnaies seraient emportées par une spirale de doute et subiraient à leur tour une dégradation sensible par rapport aux biens tangibles, et tout particulièrement l'or et les matières premières. En dépit de sa hantise inflationniste, l'Europe ne devrait donc pas être immunisée contre le risque inflationniste mais le démarrage de la vague sera sûrement plus long à se mettre en place et la vague devrait être moins forte.

Conclusion

Les déterminants structurels du monde (environnement, démographie, équilibres et positionnements géopolitiques…) sont en train de changer de façon brutale et ces bouleversements vont impacter notre vie quotidienne et notre façon de produire et de consommer. Le cadre conjoncturel qui accompagnera ces changements est très complexe et les excès financiers commis pendant plusieurs décennies devront être apurés. Les remèdes classiques des banques centrales ont de fortes chances de ne pas suffire ou de ne plus être efficaces et les politiques budgétaires expansionnistes n'offrent que des solutions de court terme et ne sont que de futurs problèmes à résoudre. L'analyse des cycles confirme les difficultés à court terme (horizon 2012-2013) mais dévoile aussi une lourdeur durable dans le cycle économique. Enfin, les cycles de prix indiquent des tensions à venir (cycle

© Groupe Eyrolles

inflationniste) dont on comprend bien l'origine possible (création monétaire *insane*, conflits géopolitiques, démographie insoutenable, dérèglements climatiques…). Le spectre de la stagflation se profile. Il pourrait profiter de la première éclaircie économique (prévue vers 2010) pour se mettre en place ou bien attendre le bas de cycle économique prévu vers 2012-2013 pour s'installer définitivement.

L'évolution probable du taux de croissance futur a donc de fortes chances d'être médiocre et éventuellement négatif pour un certain nombre de pays. Les dangers politiques d'une récession permanente sont manifestes et les politiques ont un intérêt évident à vouloir remettre en cause la référence au produit intérieur brut et à son évolution. Il n'est pas anodin que le président français ait demandé à Joseph Stiglitz d'établir un rapport sur « la mesure des performances économiques et du progrès social ».

En effet, le PIB comme outil de mesure peut être critiqué en tant que mesure de la production, et non du bien-être ; il n'intègre pas la diminution des ressources naturelles limitées et la dégradation des actifs naturels de l'environnement et du patrimoine ; il n'explique nullement le degré de distribution de la richesse – revenu médian ; il oublie la notion de capital humain, environnemental, patrimonial et fait abstraction de la production non marchande des ménages… Enfin, il ignore la notion de bien-être et de qualité de la vie qui devrait être la motivation première des individus.

Le premier objectif avoué est d'avoir un accès à des mesures plus fines et plus qualitatives de l'environnement économique et social et de son évolution. Mais l'ambition cachée est certainement de remettre en cause un indicateur dont on sait qu'il sera mauvais et qu'il est temps de passer d'une philosophie du quantitatif à une philosophie du qualitatif.

© Groupe Eyrolles

Le nouveau paysage économique et monétaire à venir dont la volatilité sera une des caractéristiques essentielles a tout lieu de peser fortement sur les choix d'investissements futurs. Nous verrons dans la dernière partie comment les différentes classes d'actifs ont le plus de chances de se comporter et quelles sont celles que nous privilégions.

© Groupe Eyrolles

Partie 4

Perspectives sur les marchés financiers

Les conclusions des chapitres précédents convergent vers des perspectives cohérentes et indiquent toutes une montée générale des incertitudes. À tous les niveaux de la société et de son organisation, des changements profonds sont attendus. Le capitalisme lui-même est appelé à se refonder avec plus de régulation et plus d'État. L'environnement (aléas climatiques) et la santé (pandémies) ainsi que les déséquilibres démographiques constitueront des menaces croissantes. Elles représenteront une ponction importante sur la croissance en agissant souvent par à-coups. Par ailleurs, l'analyse économique et monétaire n'est elle-même guère enthousiasmante et vient conforter ces principes : la croissance des pays occidentaux sera faible, voire négative, et connaîtra une forte instabilité. De plus, les risques inflationnistes liés à la dérive monétaire aussi bien qu'aux changements structurels de la société renforceront l'incertitude globale. L'investisseur sera donc durablement affecté par ces perspectives. La reprise de l'instabilité économique et monétaire installera l'incertitude comme déterminant clé dans la sélection et la valorisation des actifs.

© Groupe Eyrolles

Cette dernière partie a pour objet de présenter les perspectives d'investissement dans les principales classes d'actifs. Les conclusions des parties précédentes influencent naturellement la réflexion qui est présentée. L'usage du fondamental est précieux. Il permet notamment d'apprécier et de comprendre les problématiques des primes de risque et, ainsi, de définir les facteurs déterminants de l'offre et de la demande des actifs analysés.

Nous complétons cette analyse par une présentation de graphiques de long terme représentant les cours de façon nominale ou en monnaie constante afin de bien saisir l'influence éventuelle de l'inflation. D'autres types de graphiques sont également utilisés pour faciliter la compréhension de certains mécanismes ou pour illustrer des références historiques.

Dans la plupart des cas, nous proposons une analyse graphique des marchés et essayons de donner une importance toute particulière aux mécanismes cycliques. Par ailleurs, quand cela nous est paru nécessaire et justifié, nous avons eu recours à la finance comportementale pour mieux apprécier certains comportements ou changements prévisibles.

Après une introduction générale consacrée aux modifications à venir dans la finance et à la présentation des critères qui devraient régir toute décision d'investissement dans les prochaines années, nous présenterons successivement les principales classes d'actifs en ayant retenu pour principe de s'engager et d'être ainsi le plus directif possible. Nous aborderons le marché obligataire, les devises, les matières premières, les actions et nous terminerons par un aperçu du marché immobilier français.

© Groupe Eyrolles

Chapitre 11

Finance et investissement

Une brève histoire de l'innovation financière

Au début des années 1980, les banques commerciales fonctionnaient à peu près comme elles le faisaient un siècle plus tôt. Elles étaient principalement rémunérées par le risque qu'elles acceptaient de prendre en prêtant à leur clientèle. À partir des années 1980, les banques ont amorcé deux révolutions majeures : elles ont commencé à céder le risque de crédit de leur prêt à des tiers et ont initié une révolution technologique en développant de nouvelles techniques très complexes de gestion du risque et d'encapsulage des produits financiers (à commencer par la naissance du marché des options qui ont été à l'origine des développements importants sur le pricing de nouveaux produits financiers de plus en plus exotiques, dont notamment les produits structurés). Ces deux bouleversements ont évolué de concert et de façon progressive jusqu'à l'apothéose de la crise financière. Jusque-là, tout le monde (investisseurs, banquiers, banquiers centraux, régulateurs…) reconnaissait les bienfaits de cette nouvelle organisation. Les banquiers étaient ravis de pouvoir redistribuer leur risque de crédit à travers les marchés financiers (sous forme d'obligations complexes) de façon à augmenter leurs capacités de prêts et donc leurs profits. Mais l'innovation semblait tellement fabuleuse qu'au lieu de les distribuer dans le marché, les banquiers gardaient souvent ces

© Groupe Eyrolles

produits dans leurs livres à travers des SIV (*structured investment vehicles*).

L'innovation technologique semblait ne plus avoir de limites et les brillants « quants » français, russes ou indiens dépassaient les bornes de l'imagination. À tel point que la très grande majorité des produits créés (tels que les CDOs, ABS, CDOs d'ABS…) devenaient strictement impossibles à comprendre pour un investisseur doué de capacités normales. L'*alphabet soup* des abréviations devenait de plus en plus indigeste, mais leur succès était redoutable : entre 2006 et début 2007, plus de 450 milliards de dollars ont ainsi été émis. Face à l'opacité de ces nouveaux produits, les revendeurs et les investisseurs s'abritaient tranquillement sous le rating AAA généreusement offert par les agences de rating : certes, le produit était complexe mais il était sans risque… À tous les étages, une complaisance coupable ou une certaine forme d'incompétence permettait de franchir pas à pas les étapes d'une immense réussite. Et face aux énormes profits réalisés, les mises en garde et les remises en cause des modèles étaient vite balayées.

Puis l'été 2007 arriva en déclenchant l'effondrement du système. La gangrène de la peur s'attaqua aux banques. Enfin, la chute de Lehman Brothers en septembre 2008 valida la fin du système.

Il faut bien comprendre que cette bulle de technologie financière a bel et bien explosé et que toute cette technologie est amenée à rentrer dans le rang. En premier lieu, nous savons que, lorsqu'une bulle explose, la correction est sévère et entraîne un retour sur les points de départ. Dans le cas présent, il est manifeste que les investisseurs ne pourront plus justifier d'investissement dans des produits opaques qu'ils ne comprennent pas et dont ils ne maîtrisent pas le pricing, dont la fiabilité du rating est nulle et dont la liquidité a entièrement disparu. À quelques exceptions près, les produits de type CDO n'ont aucun avenir. Et de façon assez générale, la majeure partie des produits comple-

© Groupe Eyrolles

xes dont la liquidité secondaire dépendait uniquement de la croissance de la bulle financière est amenée à disparaître. La finance quantitative a un beau passé derrière elle. Les investisseurs auront légitimement une forte méfiance à l'égard des apprentis sorciers et reviendront sur des produits plus simples, transparents, accessibles à une intelligence normale, disposant d'une liquidité réelle et bénéficiant idéalement d'un marché secondaire organisé. De plus, étant donné la volatilité des marchés et leur moindre liquidité, le coût de structuration d'un produit complexe devient totalement prohibitif et condamne *de facto* ce genre de produits.

Les investisseurs vont donc privilégier les produits cotés sur des marchés organisés ou des produits OTC simples pouvant être compensés par une chambre indépendante de compensation. Le retour à la simplicité est une bonne nouvelle ! Il ne sera plus absolument nécessaire de comprendre des équations complexes pour être jugé capable d'intervenir sur les marchés. Les investisseurs finaux refuseront tous les risques inutiles qui, immanquablement, pourraient leur coûter leur place. Ils adopteront une attitude très défensive et seront donc rétifs à toute innovation ou toute complexité superflue.

Quelle forme d'investissement pour demain ?

Ce qui frappe tout observateur sur la période qui s'est achevée en 2007-2008 est la fantastique appétence pour le risque qui régnait alors. Toutes les combinaisons les plus fantasques étaient non seulement possibles mais aussi encouragées : par abus d'effet de levier ou de sources de financement facilitées et par manque de régulation et/ou de compréhension et de maîtrise des risques (cf.

© Groupe Eyrolles

supra). L'ère qui s'est ouverte depuis la faillite de Lehman est clairement orientée vers un assainissement de tous les excès passés. Cela suppose donc l'apurement des stratégies à effet de levier et le nettoyage de l'ensemble des bilans des banques et acteurs financiers. Tant que cette phase de remise à niveau ne sera pas achevée, les primes de risque resteront tendanciellement élevées. Pendant les prochaines années, la peur et l'incertitude resteront donc des moteurs déterminants de tout investissement. Certes, quelques phases de répit feront croire à un retour au modèle des années bénies, mais il ne s'agira que de phases temporaires, insoutenables sur une longue durée. Les entrailles des marchés resteront tenaillées par la peur. Aucune signature, aucune contrepartie ne sera exempte de méfiance. La défiance sera loi.

L'exigence de primes de risque élevées s'accompagnera naturellement de son corollaire en termes de volatilité et d'instabilité des cours : ceux-ci ne parviendront pas à trouver la voie de la sagesse et de la tranquillité. Au contraire, l'environnement économique dont l'instabilité sera une caractéristique majeure induira une forte incertitude sur la pérennité des investissements. La préférence passée des investisseurs pour la prise de risque sera sérieusement revue. Comme le suggère Peter Bernstein, tous les modèles théoriques démontrant la supériorité de telle ou telle classe d'actifs sur le long terme seront sérieusement remis en cause et affecteront en conséquence les schémas traditionnels de l'investisseur à long terme. La notion de taux de rendement à long terme de certains actifs, comme les indices boursiers, pourrait devenir caduque et contribuer à brouiller davantage le paysage financier. De la même façon, l'incertitude sur la pertinence des fameux modèles d'évaluation et d'appréciation du risque des portefeuilles complète l'impression d'un véritable effondrement des critères de compréhension et d'analyse jusque-là ultradominants.

© Groupe Eyrolles

Les modèles et la façon de penser et d'investir utilisés jusqu'à présent vont certainement être revus, discutés et peut-être rejetés. De nouveaux concepts verront le jour. La crédulité des investisseurs pour les dogmes sera durablement faible. Seuls le bon sens et surtout l'exigence d'une forte rémunération du risque dans un environnement hostile supplanteront les anciens modèles.

Enfin, dans la plupart des cas, le prix réel (et souvent la valeur nominale) des actifs continuera de se dégrader face au manque d'intérêt durable et au fort degré d'incertitude des investisseurs. Les actifs papier subiront longtemps l'hypothèque d'un éventuel défaut de la contrepartie. Une tendance assez nette en faveur des biens tangibles et de leurs dérivés devrait par ailleurs se confirmer au cours des prochaines années. Ils seront seuls capables d'offrir une sécurité et une valeur concrète dans un monde d'incertitude.

© Groupe Eyrolles

Chapitre 12

Les obligations d'État

Perspectives fondamentales

Le marché des obligations d'État représente une partie significative du marché obligataire. Nous avons privilégié ce segment pour son importance, son accessibilité et la longueur de ses données historiques. Le prix des obligations est fonction inverse du niveau des taux longs. L'investissement en obligations n'est intéressant pour un investisseur que si les taux sont en tendance baissière (appréciation du prix de l'obligation) ou si le taux présent est suffisamment élevé par rapport à l'inflation anticipée pour permettre un accroissement réel de sa richesse. Si les deux conditions sont remplies, l'investissement obligataire est conseillé et si, au contraire, aucune de ces conditions n'est remplie, l'abstention est impérative.

Dans quel environnement sommes-nous aujourd'hui ?

Le marché obligataire combine un ensemble de caractéristiques qui, d'emblée, ne sont guère attrayantes :

- tout d'abord, les taux sont très bas (proches des plus bas historiques sur le 10 ans américain et peu éloigné des 3 % sur les taux allemands – points bas historiques). À ces niveaux historiquement bas, les chances de voir une baisse supplémentaire soutenue sont forcément assez faibles et le risque de dégradation paraît, lui, beaucoup plus élevé ;

© Groupe Eyrolles

- ensuite, l'offre de papier (émission des gouvernements) est pléthorique : jamais dans l'histoire un tel déluge d'émissions obligataires n'aura été aussi concentré dans le temps et partagé par autant d'États. Une telle offre de papier opère naturellement une pression forte à la hausse des taux. Sauf apparition d'une demande assoiffée de papier d'État, l'offre a de fortes chances de peser sur les prix. L'intervention des banques centrales pour racheter de la dette d'État ne parviendra pas à changer la demande globale : si le marché a peu d'appétit et exige une prime de risque plus élevée, les cours baisseront, avec peut-être un peu moins d'entrain et de profondeur.

De plus, aujourd'hui, l'augmentation de l'offre s'accompagne d'une dégradation de la qualité de la signature : certains États sont aux abois et le risque de défaut augmente en conséquence. Les investisseurs exigent donc une prime de risque de plus en plus élevée afin d'intégrer ce risque. Certains États occidentaux doivent ainsi payer plus de 100 bps (*basis points*) voire jusqu'à 250 bps au-dessus du taux swap (taux sans risque de référence).

Enfin, comme nous l'avons vu précédemment (chapitre 10), le scénario d'un retour de l'inflation représente un risque élevé très défavorable aux obligations. Rappelons qu'une poussée inflationniste entraînerait, de fait, une hausse des taux longs qui pénaliserait l'investissement initial : celui-ci perdrait de la valeur en capital du fait de son rendement devenu ridiculement faible.

L'ensemble de ces caractéristiques semblent converger vers la même direction : soit la récession s'aggrave et le risque de défaut augmentera ainsi que la masse des émissions, ce qui devrait pousser à la hausse le niveau des taux ; soit la croissance revient tranquillement avec un risque élevé de reprise de l'inflation qui ne peut que conduire à une hausse des taux. Le risque de baisse des prix obligataires nous semble donc très élevé et le potentiel de baisse qu'accompagnerait une période de forte inflation est

© Groupe Eyrolles

très significatif. Rappelons qu'en période d'inflation, comme celle des années 1970-1980, l'investissement obligataire est un désastre pour l'épargnant. Il ne devient formidablement attrayant que lorsque l'inflation amorce une décrue durable.

Dans un contexte devenant progressivement inflationniste, le seul investissement à considérer sur le marché obligataire paraît être le marché des obligations indexées sur l'inflation (OATi ou TIPS) qui assurent un rendement garanti au-dessus du niveau de l'inflation et quel que soit le niveau atteint par cette dernière. Selon les anticipations du marché, la prime au-dessus de l'inflation atteint en moyenne entre 2 % et 3 %. C'est l'investissement à privilégier absolument si l'inflation décolle.

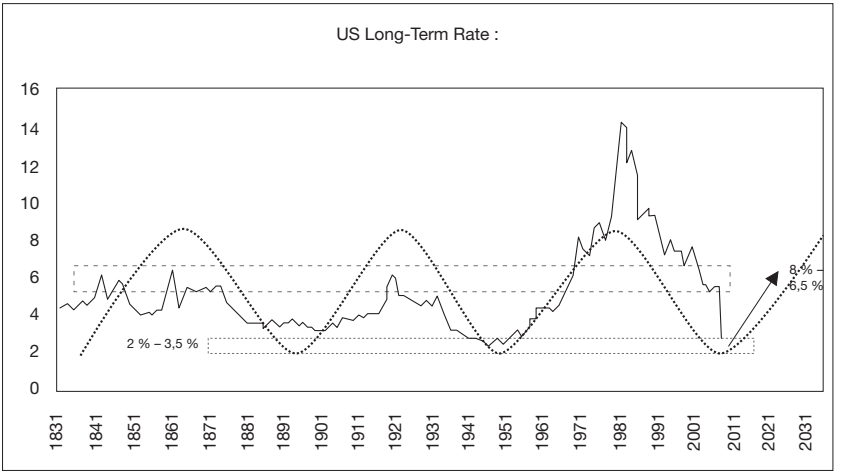
À l'inverse, le seul réel attrait du marché obligataire est la poursuite et l'enracinement de la déflation qui pourrait alors favoriser un scénario à la japonaise (baisse des taux longs jusque sous le seuil des 1 %). Ce schéma nous semble improbable parce que le Japon des années 1990 était dans une situation contracyclique, c'est-à-dire qu'il bénéficiait de taux très faibles grâce à un environnement international où l'argent coulait à flots et où le Japon était pratiquement le seul grand État à connaître de grands besoins de financement. Aujourd'hui, tous les États sont dans une situation similaire, assoiffés de capitaux. La concurrence est considérable alors que l'argent est devenu beaucoup plus rare et exigeant. Dans ce contexte, une baisse des taux longs sous les seuils historiques, si elle reste encore possible, semble néanmoins improbable.

Les chances d'appréciation du marché obligataire, si elles existent, nous semblent donc limitées en amplitude et en temps. En revanche, les risques de dégradation des obligations apparaissent considérables avec un facteur temps et amplitude très élevé. L'analyse graphique des taux longs vient la confirmer.

© Groupe Eyrolles

Analyse graphique

Graphique 12.1 – Taux longs américains depuis 1831



(Source : NBER.)

L'arrivée sur le support de très long terme vers 2 % suggère l'imminence d'un rebond. Si un enfoncement momentané ne peut être exclu, son invalidation donnerait un formidable signal de hausse des taux longs. À long terme, le graphique suggère une remontée jusque sur la zone de très forte résistance suivante située vers 6,5-8 %. La rupture de ce dernier seuil pourrait s'accompagner d'une envolée encore plus folle au-dessus des 10 %.

Par ailleurs, l'analyse des cycles à long terme (cycles similaires à ceux de Kondratiev puisque leur durée est d'environ 55 à 60 ans) suggère qu'un bas de cycle est imminent (vers 2010 environ) et a peut-être déjà été touché et qu'un cycle haussier de long terme d'une durée de 25 à 30 ans est à suivre. Cela milite donc à nouveau en défaveur de l'investissement obligataire.

© Groupe Eyrolles

Graphique 12.2 – Taux 10 ans américains depuis 1962

(Source : Bloomberg, Updata.)

Le graphique du taux des obligations américaines à 10 ans est ici présenté sous forme logarithmique de façon à ne pas écraser les variations de marché quand il se situe en zone basse, ce qui est le cas de toute présentation en échelle arithmétique.

Le graphique permet ainsi de visualiser très nettement un canal baissier entamé en 1982 et dont les bornes ont été respectées jusqu'en 2008. Fin 2008 - début 2009, la peur s'est emparée des investisseurs, qui ont cru trouver dans les obligations américaines un *safe heaven* (paradis de sécurité), entraînant la rupture à la baisse du canal et un flirt avec le seuil des 2 %.

Devant l'énorme déficit budgétaire annoncé, les investisseurs ont commencé à douter du paradis obligataire et ont réajusté leur appétit, réintégrant ainsi le canal baissier. Ce premier faux signal dans toute l'histoire de ce canal semble être le précurseur d'un retournement à venir. Souvent, les faux signaux témoignent d'un excès de confiance ou de défiance et laissent ensuite la place à un renversement du marché dans le sens opposé. Concernant les taux longs américains, la réintégration

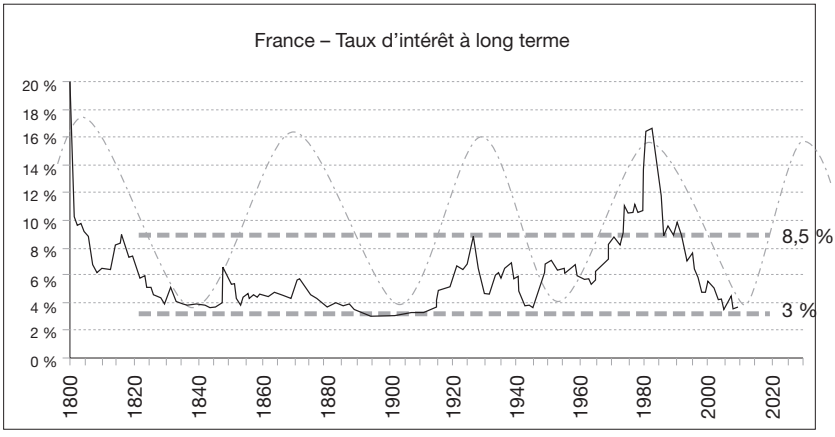
© Groupe Eyrolles

rapide du canal suggère qu'une tendance opposée pourrait s'amorcer au cours des prochaines années. Un tel scénario serait rendu d'autant plus crédible après la rupture à la hausse de la zone des 3 % à 3,5 % qui devrait alors amorcer une poussée haussière des taux vers les 4 à 5 %, c'est-à-dire vers le sommet du canal.

En tout état de cause, l'amorce d'une reprise haussière des taux d'intérêt est corroborée par l'analyse des cycles de très long terme (cf. *supra*) et des cycles de plus court terme (6-7 ans) qui suggèrent l'imminence d'un retournement cyclique et l'amorce d'un cycle haussier à plus long terme.

C'est seulement le franchissement du seuil des 5 % qui validerait la sortie à la hausse du canal, synonyme de retournement haussier durable des taux longs. C'est à ce moment-là seulement que des scénarios très haussiers sur les taux pourraient devenir crédibles avec des objectifs situés entre 7 % et 10 %.

Graphique 12.3 – Taux à long terme en France depuis 1800



(Source : INSEE, Friggit.)

© Groupe Eyrolles

Le graphique des taux longs français est intéressant à plus d'un titre. Il permet de visualiser la très grande stabilité des taux sur plus de deux siècles. À deux exceptions près (fin de la période révolutionnaire – début de l'Empire et années 1970-1980) ceux-ci sont restés très stables et relativement bas entre 3 % et 8 %.

Comme nous l'avons déjà remarqué pour les taux longs américains, on observe une cyclicité très régulière entre les creux et les sommets de 50 à 60 ans environ, très proche du cycle idéal de Kondratiev. Il apparaît très clairement qu'un creux de cycle se construit sur la période 2009-2010 avec un cycle haussier à suivre d'une durée de 25 à 30 ans.

Actuellement, les taux français se retrouvent donc très près de leur point bas historique de 3 % et également à proximité de la fin du cycle de baisse des taux longs entamé au début des années 1980 (cf. sinusoïdale). Dans ces conditions, même si une ultime poussée baissière n'est pas impossible sur le court terme (2010), le potentiel de baisse additionnelle semble très limité en comparaison du potentiel haussier envisageable. Un retour sur la borne des 8-9 % paraît assez légitime et un dépassement de ces niveaux n'est pas à exclure. En effet, dans le passé, il semble bien que la référence à l'étalon-or ait permis de caper les taux longs à un niveau artificiellement bas. L'horizon de temps de cette hausse peut être identifié par la sinusoïdale cyclique vers 2030, voire 2040.

Si l'on tient compte de ces éléments graphiques et cycliques, l'investissement en obligations françaises ne semble offrir que très peu d'avantages.

© Groupe Eyrolles

Graphique 12.4 – Taux longs allemands (German Bund) depuis 1989

(Source : Bloomberg, Updata.)

Nous avons également sélectionné un graphique avec une échelle logarithmique mais nous ne disposons malheureusement pas d'un historique aussi long que celui du marché américain.

Nous constatons que la zone des 2,75%-3% environ représente un soutien très solide et pourrait empêcher le marché d'aller plus bas. Un rebond sur cette zone serait validé par un passage au-dessus des 3,5 %. Les taux allemands se dirigeraient alors vers le sommet de sa tendance baissière entamée en 1990 (après la chute du mur) situé entre 4 et 4,5 %. Seule une rupture de la résistance des 4,75 % pourrait valider le principe d'un retournement de tendance durable à la hausse avec des objectifs au-delà des 6 %.

Un cycle régulier de 5-6 ans peut être facilement identifié. Hormis un petit dysfonctionnement en 2005, il suggère un bas de cycle début 2009 avec une reprise de cycle haussier à suivre et un horizon de haut de cycle vers 2011-2012.

© Groupe Eyrolles

Graphique 12.5 – Taux longs britanniques (UK Gilt)

(Source : Bloomberg, Updata.)

Sur ce graphique commençant en 1990, les taux longs anglais sont visuellement intéressants : on y constate une baisse régulière en plusieurs étapes. Les deux premières étapes de baisse ont lieu en début de période (mouvement 1 et mouvement 3). Puis suit une longue phase de près de dix ans d'hésitation entre 4 et 5,5 % (de 1999 à 2007 – mouvement 4). Enfin, le dernier mouvement de baisse intervient après la sortie du *trading range* fin 2008. L'objectif de sortie a été très rapidement atteint à 3 % environ.

Si le dernier mouvement 5 avait la même amplitude que les deux premiers, les taux longs pourraient se diriger vers les 2,5 %. Cependant, un tel objectif n'est pas garanti et le marché pourrait s'arrêter sur la zone des 3 % pour ensuite rebondir vers les 4 %. De façon très évidente graphiquement, la réintégration des taux au-dessus des 4 % signerait un retournement à long terme et un retour probable vers les 6 %, voire plus haut.

© Groupe Eyrolles

Par ailleurs, selon la théorie d'Elliott, le mouvement en cinq temps, comme nous l'avons labellisé sur le graphique, est un mouvement complet de baisse. Une fois la vague 5 terminée (entre 2,5 % et 3 %), un vaste mouvement correctif doit prendre le relais avec un objectif minimum de retracement situé vers 5,5-6 %.

Enfin, l'analyse des cycles montre une récurrence de points bas tous les cinq ans environ. Le dernier point bas mentionné par les cycles est situé début 2009. Une amorce de cyclicité haussière semble donc imminente et durable (2011-2012).

L'inflation anglaise étant par nature plus élevée qu'en Europe continentale et sachant que la création monétaire a été fortement gonflée, ici plus qu'ailleurs, un tel mouvement technique semblerait en phase avec le fondamental à venir.

Graphique 12.6 – Taux longs japonais (Japanese Government Bond)

(Source : Bloomberg, Updata.)

Ce graphique montre la forte décrue des taux longs japonais depuis l'explosion de la bulle spéculative des années 1990. En à

© Groupe Eyrolles

peine treize ans, les taux se sont écroulés d'environ 8 % à moins de 0,5 % en 2003. Depuis, le seuil des 1 % a été repassé à la hausse et le marché fluctue entre 1 % et 2 %. Alors que la situation économique s'est à nouveau dégradée pendant la crise, les taux ne sont pas parvenus à franchir le seuil des 1 % à la baisse, comme cela avait pourtant été le cas en 2002-2003. Il semble bien que la très forte concurrence des autres États pèse désormais sur le marché japonais. L'argent est beaucoup plus rare et le marché est de moins en moins complaisant. En dépit d'une économie anémique, il semble bien qu'un retournement de long terme soit en cours de développement. Le risque de signature du Japon commence à être intégré dans les cours et pourrait à l'avenir peser encore davantage.

Sur le plan purement graphique, on peut distinguer une figure en drapeau haussier (la forte hausse des taux de 0,5 % à 2 % entre 2003 et 2004 constitue le mât, tandis que la phase d'hésitation et de stabilisation entamée depuis entre 2 % et 1 % formerait le drapeau en tant que tel). La sortie à la hausse de cette figure serait validée par un passage au-dessus de la résistance des 2 %. L'objectif de cette figure se situerait vers les 6 % avec un premier test important sur les 3 %.

Si l'on regarde la formation entre 1998 et maintenant, une figure en tête et épaules inversées peut aussi être envisagée. Elle offrirait le même type d'objectifs.

Les raisons d'un tel mouvement seraient à trouver dans le sensible relèvement du risque de défaut japonais et très certainement dans le retour progressif d'un certain niveau d'inflation.

Par ailleurs, l'analyse des cycles courts, dont la durée est équivalente à celle observée sur les Bunds – soit environ 5 ans – 5 ans et demi – offre une indication très claire d'un bas de cycle début 2009 avec une poussée ascendante à suivre vers 2011-2012.

© Groupe Eyrolles

Chapitre 13

Les matières premières

Évolution récente des matières premières

La hausse des matières premières dans les années 1970 était à la fois le résultat d'une très forte inflation mondiale (les prix américains ont plus que doublé sur la période tandis que les prix en France ont pratiquement triplé) et le fruit de tensions répétées dans certains secteurs comme celui de l'énergie (cf. chocs pétroliers). Après la très forte hausse des années 1970 qui a vu les prix plus que tripler, les prix ont commencé à baisser à partir de 1981. Après dix ans de hausse très forte, le marché des matières premières avait bénéficié d'un engouement de la part de nombreux investisseurs qui y voyaient une alternative attirante face à un marché actions particulièrement morne. Beaucoup d'argent s'était donc déversé dans ce secteur pour augmenter la production en améliorant non seulement l'outil de production lui-même mais aussi les moyens de distribution. Dès lors que les cours ont commencé à stagner ou à baisser, l'intérêt pour les matières premières s'est réduit fortement. Les commodités ont alors souffert d'une absence marquée et durable d'investissements qui s'avéraient effectivement de moins en moins attrayants et de plus en plus risqués. Du coup, de nombreux secteurs des matières premières n'ont bénéficié d'aucun progrès technique, d'aucune recherche spécifique. L'offre de matières premières stagnait et la demande progressait lentement.

© Groupe Eyrolles

Et puis, à partir du début du siècle, la très forte demande asiatique, et tout particulièrement chinoise, a commencé à impacter les cours des matières premières qui ont connu une ascension marquée entre 2002 et 2008 en étant multipliés par environ 2,5. Cette explosion était le résultat d'une inadéquation entre une demande explosive et une production incapable de s'adapter rapidement à la nouvelle donne économique (obsolescence des outils productifs et de la distribution). Encore une fois, un afflux massif de capitaux s'est déversé vers les matières premières, à la fois au niveau financier (investissement des *hedge funds*, *trackers*, fonds indiciels…) et au niveau de la production et de la distribution. Les prix ont ainsi pu retrouver leurs sommets des années 1980 et les franchir. Puis vinrent le printemps et l'été 2008 où une débauche d'investissements financiers s'est abattue sur le secteur entraînant une ultime accélération. Les investisseurs éconduits des marchés actions et du marché du crédit cherchaient un nouvel eldorado pour spéculer et gagner de l'argent rapidement. Alors que la crise économique et financière menaçait, les matières premières explosaient… Une nouvelle micro-bulle était née ! Elle dura quelques mois à peine. Le retour à la réalité fut d'une extrême violence et les matières premières reperdirent en quelques mois presque l'intégralité du chemin parcouru en près de six ans. Comme souvent après une bulle, la punition est plus dure que le mal et les marchés reviennent au-delà du point de démarrage de la bulle.

La correction s'explique à la fois par les effets de l'explosion de la bulle ainsi que par le fruit d'un déstockage massif de la part des industriels et des spéculateurs provoquant ainsi un effondrement brutal de la demande. En conséquence, beaucoup d'investisseurs ont été pris au piège : ils ont investi trop tard et ont donc, pour la plupart, perdu de l'argent. De même, les effets de la crise financière privent de fait l'ensemble des secteurs d'activité d'argent et les éventuels investissements sont abandonnés. Le secteur des matières premières va donc souffrir non seulement

© Groupe Eyrolles

de cette situation structurelle liée au *credit crunch* comme beaucoup d'autres secteurs économiques, mais aussi de l'effet de l'explosion de la bulle spéculative qui refroidit une très grosse majorité d'investisseurs qui, fort logiquement, n'aiment pas revenir sur un marché où ils ont perdu de l'argent. Il y a donc de fortes chances pour que l'investissement dans les matières premières soit lent à repartir. Cela privera, encore une fois, ce secteur des modernisations nécessaires. Le coût de production pourrait ainsi remonter et le niveau de l'offre pourrait stagner dans un certain nombre de secteurs. Pendant ce temps, la demande de matières premières, après avoir subi un coup d'arrêt brutal en 2008-2009, pourrait reprendre sa trajectoire d'origine. Si la demande des pays occidentaux s'est bel et bien retournée et devrait être durablement affectée, la demande des pays émergents s'est momentanément ralentie mais a de fortes chances de reprendre un rythme soutenu. Des secteurs comme l'énergie ou les matières premières agricoles devraient rapidement en bénéficier (croissance des pays émergents et croissance démographique). L'inadéquation entre la demande, qui en dépit d'un coup d'arrêt momentané restera marquée, et une offre en retrait avec une dégradation du montant des investissements devrait entraîner une reprise progressive des cours, avec à la clé la possibilité de retourner près des anciens sommets atteints en juillet 2008.

Il faut rappeler qu'en dollars constants, les matières premières sont aujourd'hui très bon marché. Le plus haut constaté en 2008 correspond à peu près au niveau de prix de démarrage de la hausse de 1971. Et si l'on considère le sommet de 1981, il est loin d'avoir été dépassé malgré l'engouement des investisseurs. En revenant sur la zone des 200 sur l'indice CRB, les matières premières sont effectivement très bon marché. Soit cela signifie qu'elles ont peu de valeur et que leur déclin progressif doit se poursuivre. Soit, au contraire, cela sous-entend que nous avons vécu trop longtemps dans un monde qui sous-évaluait les

© Groupe Eyrolles

commodités. Notre analyse développée dans le chapitre 9 considère que cette période est probablement finie et que la poursuite de la croissance démographique, la montée des incertitudes environnementales et enfin la montée progressive de l'inflation sont autant de facteurs favorables aux biens tangibles et donc aux matières premières. À défaut de progresser en valeur absolue, elles devraient à tout le moins assurer l'investisseur contre les pertes probables de la valeur des monnaies.

Une classe d'actifs pas comme les autres

L'intérêt des matières premières en tant que classe d'actifs repose en partie sur sa réelle décorrélation avec les autres classes d'actifs. Les actions et les obligations sont, en effet, pénalisées dans les environnements inflationnistes : les taux ont tendance à monter, ce qui fait mécaniquement baisser le prix des obligations tandis que celui des actions souffre en sympathie. En revanche, un tel environnement s'avère presque toujours favorable aux matières premières. L'inflation sous-entend la baisse de la valeur de la monnaie et, dans ce contexte, les investisseurs se retournent vers des véhicules capables de remplacer la mauvaise monnaie. Les biens tangibles, dont les commodités, sont très recherchés car, au pire, ils compensent la perte de valeur de la monnaie et augmentent ainsi du niveau de l'inflation. Souvent, les matières premières parviennent à faire mieux car elles bénéficient d'un regain d'intérêt des investisseurs au détriment des classes d'actif traditionnelles. Elles s'apprécient donc quand l'inflation progresse et ont aussi tendance à prendre de la valeur en termes réels.

Une étude de 2004 du Yale International Center for Finance intitulée *Facts and Fantasies about Commodity Futures* confirme la corrélation négative avec les actions ainsi qu'une corrélation positive avec l'inflation, clairement validée par les faits lors de la dernière poussée inflationniste des années 1970. Dans ces condi-

© Groupe Eyrolles

tions, on comprend mieux pourquoi la corrélation entre les matières premières et les actions et obligations est usuellement négative. Très clairement, un environnement à la fois inflationniste et baissier sur les actions est une excellente nouvelle pour les commodités : leur risque de baisse est très limité tandis que leur potentiel d'appréciation est considérable, comme ce fut le cas dans le passé.

Après le cycle de 1843-1864 (21 ans), le XX^{e} siècle a vu trois grands cycles haussiers sur les matières premières et, depuis le début du XX^{e} siècle, voici les principaux cycles :

1906-1923 = 17 ans

1933-1953 = 20 ans

1968-1982 = 14 ans

2000-????

Ces cycles ont une durée moyenne de 18 ans (entre 14 et 21 ans). Jim Rogers, dans son livre *Hot Commodities*, note même un cycle de 18 ans environ entre les actions et les matières premières : les phases de marchés haussiers sur les actions correspondent à des périodes baissières sur les commodités, et inversement. La raison de ce cycle inverse tient en grande partie au fait qu'un cycle de hausse sur les matières premières oblige les entreprises à réduire leurs marges ou à monter leurs prix de vente, ce qui se traduit inévitablement par une baisse des profits et donc de la valeur des actions. À l'inverse, la baisse des matières premières permet aux entreprises d'augmenter leurs marges et leurs profits et donc le cours des actions.

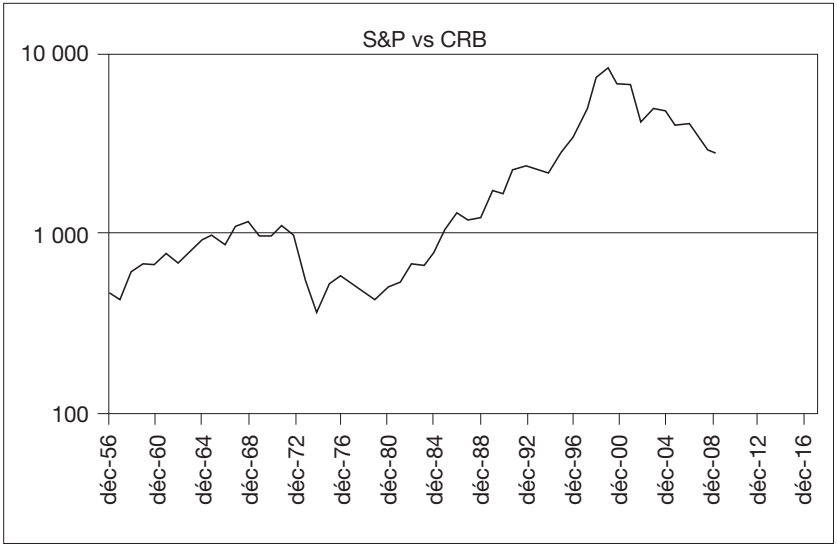
En considérant la période récente, le début du *bear market* (marché baissier) sur les actions peut être daté du début des années 2000 (cf. chapitre 15), à peu près en phase avec le démarrage d'un grand cycle haussier sur les commodités (entre 1998 et 2002). Selon l'analyse de Rogers, le *bear market* des actions pourrait donc durer 18 ans et s'étendre jusqu'à 2018 tandis que le *bull*

© Groupe Eyrolles

market (marché haussier) des matières premières n'en serait aujourd'hui qu'à mi-parcours avec des perspectives de continuation jusqu'en 2016 ou 2020.

Toutefois, il convient de relativiser ces éléments favorables aux commodités. En premier lieu, sur très long terme, une étude de Barry Bannister comparant la performance relative des actions américaines avec les commodités entre 1871 et 2004 valide la décorrélation entre les deux classes, mais le graphique de valeur relative entre les deux marchés met surtout en évidence la formidable surperformance des actions vis-à-vis des matières premières par un facteur largement supérieur à vingt fois sur la période. Le graphique 13.1 présente le ratio S&P/indice CRB depuis 1956 et valide exactement la même idée : entre les deux extrêmes, le ratio s'apprécie de plus de vingt fois, autrement dit, entre 1974 et 1999, le pouvoir d'achat de l'indice S&P en indice CRB a été multiplié par plus de vingt fois…

Graphique 13.1 – Ratio S&P/CRB



(Source : Commodity Research Bureau.)

© Groupe Eyrolles

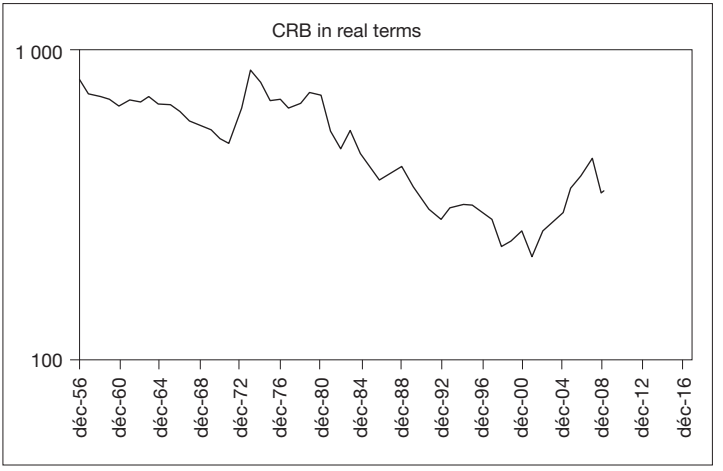
Cette sous-performance éclatante des matières premières s'explique par le fait que, sur plus d'un siècle, la rentabilité de la production des matières premières a été extraordinairement élevée : dans le domaine agricole, notamment, où la mécanisation, le développement de l'agriculture intensive, l'utilisation de la chimie et de la génétique ont contribué à une formidable baisse des prix, mais aussi dans les domaines des métaux et de l'énergie où les techniques d'extraction et de forage ainsi que les moyens de distribution ont favorisé l'augmentation de la production à un coût moindre. Dans le même temps, les entreprises ont accumulé beaucoup de valeur et ont bénéficié à plein de la croissance économique.

Dans une perspective de très long terme, donc, les matières premières ne peuvent constituer un bon placement. Elles ne peuvent être considérées comme véritablement créatrices de valeur que si l'environnement économique s'écroule : en particulier si l'offre se contracte par assèchement des sources de production, ou encore si la rentabilité des entreprises devient négative ou durablement basse, ou, comme nous l'avons vu au chapitre 10, si l'inflation s'enflamme.

Ainsi, en dehors des cas de grandes catastrophes, la tendance positive en faveur des actions vis-à-vis des commodités devrait persister : les progrès techniques améliorent la rentabilité des entreprises et augmentent leurs profits, permettant dans le même temps la réduction des coûts de production ou d'extraction et les dépenses liées à la distribution. Le progrès technique est un formidable vecteur de baisse des prix des matières premières. Cette perspective est confirmée par les performances réelles des matières premières depuis 1957 : au début des années 2000, la plupart d'entre elles étaient pratiquement vers des plus bas historiques et, malgré le rebond important constaté depuis le début de ce siècle, aucune n'a encore passé le plus haut historique annuel en dollars constants (cf. graphique 13.2).

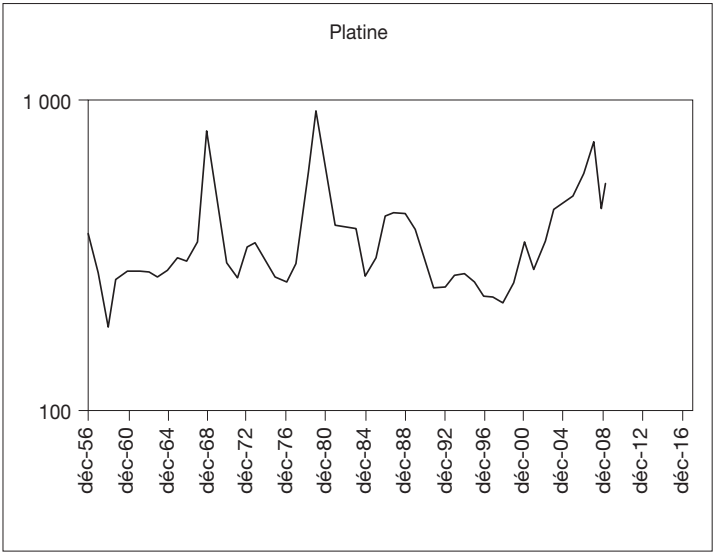
© Groupe Eyrolles

Graphique 13.2 – Indice CRB en dollars constants



(Source : Commodity Research Bureau.)

Graphique 13.3 – Platine en dollars constants



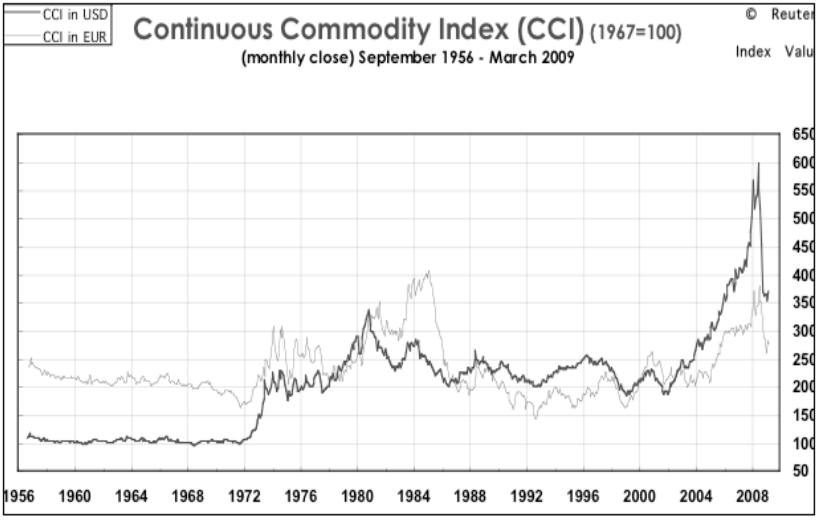
(Source : Commodity Research Bureau.)

© Groupe Eyrolles

En graphique annuel, ni l'or, ni le pétrole, ni même le platine (graphique 13.3) ou le cuivre ne sont encore parvenus à établir de nouveaux sommets en termes réels. Une nouvelle salve de hausse pourra peut-être permettre la rupture de ces niveaux historiques, mais la tendance devrait donc être relativement courte en ne dépassant pas le temps imparti (entre 2016 et 2020). Cependant, certaines matières premières en phase d'extinction pourraient connaître un parcours explosif, sauf si le progrès technique offre rapidement un produit de substitution.

Par ailleurs, le passage à une autre devise (comme l'euro) change également les perspectives. Comme le confirme le graphique 13.4 en termes nominaux, le CRB exprimé en euros n'est pas encore parvenu à passer les sommets de 1985.

Graphique 13.4 – Indice CRB exprimé en euros et en dollars



(Source : Commodity Research Bureau.)

Si, pour des raisons de convention, il est d'usage de regarder l'indice CRB en dollars, il convient donc aussi de le visualiser

© Groupe Eyrolles

dans sa devise d'investissement afin de corriger les effets de change. Une corrélation négative entre la performance du dollar et celle des matières premières semble établie. La devise de référence dans laquelle les commodités sont échangées est le dollar. Quand le dollar baisse, un mécanisme de correction automatique se met en place et permet aux matières premières de monter afin de compenser la faiblesse de la devise américaine (ce mécanisme est tout particulièrement sensible et durable sur les produits pétroliers et l'or qui jouent aussi le rôle de substitut au dollar).

Enfin, on constate sans trop de surprise que les grands cycles positifs sur les matières premières coïncident avec des périodes de guerre (guerre de Sécession, Première Guerre mondiale pour le cycle 1906-1923, Seconde Guerre mondiale pour le cycle 1933-1953, guerre du Vietnam et crise de l'OPEP pour le cycle 1968-1982). Un cycle haussier sur les matières premières sous-entend donc historiquement un risque très élevé de conflit mondial. Concernant le cycle présent, il semble n'avoir été, jusqu'à présent, que le résultat d'une formidable poussée de la demande mondiale. Cependant, il ne faut pas oublier que le démarrage du cycle haussier des matières premières coïncide pratiquement avec une reprise des conflits mondiaux et avec la guerre contre le terrorisme (11 Septembre, Afghanistan, Irak…). Si le cycle se poursuit, ce pourrait donc être le résultat de désordres encore plus prégnants (guerres, pandémies, catastrophes naturelles majeures…) déstabilisant à la fois la production et la distribution des commodités.

Toutefois, envisager que le cycle haussier des commodités dépasse la période du cycle prévu (environ vingt ans, soit au-delà de 2020-2025), c'est sous-entendre la présence d'un cataclysme persistant que ni l'homme ni le temps ne parviennent à circonscrire. Un tel retournement durable en faveur des matières premières suppose la fin de nos repères habituels et ne peut donc constituer qu'un scénario de risque extrême aux probabilités

© Groupe Eyrolles

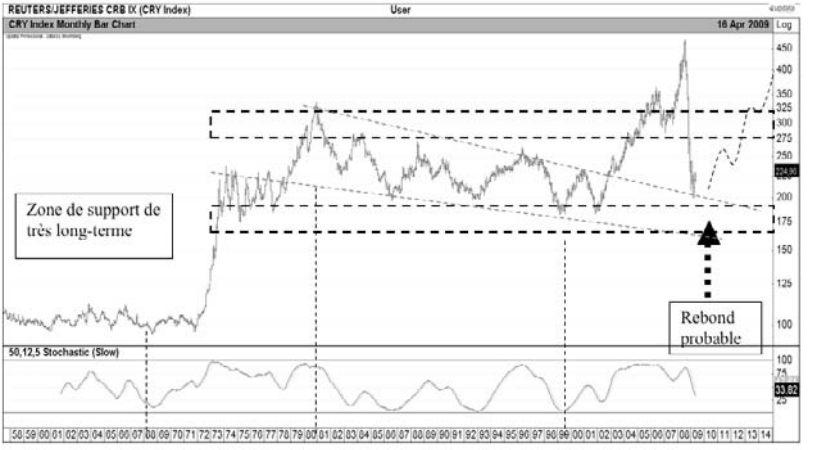
faibles. La hausse ne devrait donc être que cyclique et a peu de chances de se poursuivre au-delà de 2020 environ.

Si, comme nous l'avons décrit dans la troisième partie, un environnement inflationniste se développe et que, dans le même temps, une période récessive durable se développe aussi, les matières premières doivent constituer un investissement attractif qui devrait au moins protéger les investisseurs de la dégradation monétaire tout en offrant un réel potentiel de hausse en termes réels. Cette perspective est assez bien soutenue par l'analyse graphique (voir graphique 13.5) qui anticipe un rebond sur la très solide zone de soutien long terme : après une phase de violent nettoyage entre la fin 2008 et le début 2009, les commodités devraient renouer avec leur tendance haussière.

Les prochaines sections permettront de détailler certaines de ces commodités et tout particulièrement l'or et le pétrole.

Analyse graphique

Graphique 13.5 : Indice CRB en dollars



(Source : Bloomberg, Updata.)

© Groupe Eyrolles

> L'indice CRB dispose d'un très solide soutien de long terme sur les niveaux 175-185. Ce seuil pourrait éventuellement être retesté mais ne devrait pas être franchi à la baisse. En tout état de cause, la zone 175-200 devrait offrir une formidable zone de rebond. Les cours devraient alors se diriger vers la borne haute de l'ancienne bande de trading située entre 275 et 325. Le marché pourrait ainsi se contenter d'évoluer au sein de ce *trading range* pendant quelques années. Cependant, il semble qu'une sortie à la hausse (au-delà de 325) permette d'offrir une hausse durable vers le seuil des 400 dans un premier temps, puis potentiellement vers les 600.

Le marché de l'or

L'or est une matière première aux caractéristiques singulières : ce métal précieux est en effet à la fois une matière première utilisée dans l'industrie, c'est aussi un métal précieux employé dans la joaillerie et c'est enfin et surtout une réserve de valeur et, à ce titre, il dispose de certaines spécificités réservées aux monnaies. Ce n'est que depuis une trentaine d'années que les principales devises ont cessé d'être référencées à l'or. De ce fait, l'or est la seule matière première à être détenue dans les coffres des banques centrales.

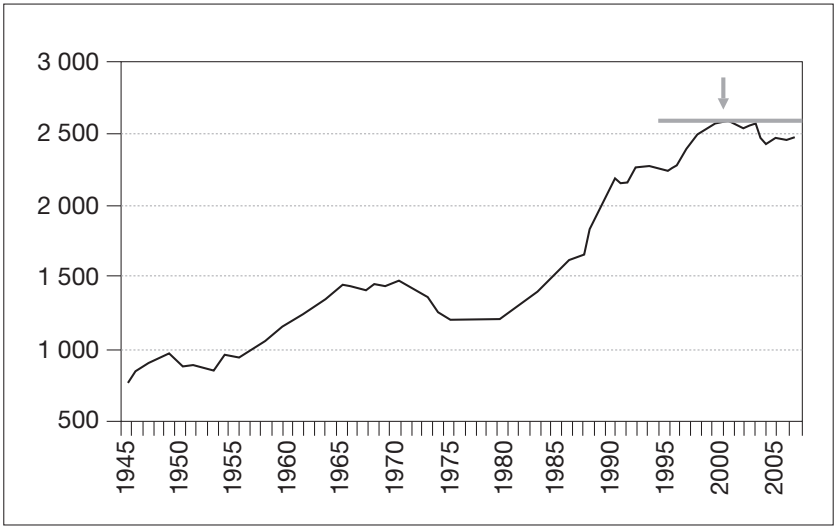
Depuis la nuit des temps, entre 150 et 170 000 tonnes auraient été extraites. Toutefois, d'après certaines évaluations, une partie non négligeable aurait disparu au cours du temps et certains experts estiment qu'il ne resterait qu'environ 100 à 120 000 tonnes effectivement disponibles. Le solde aurait été perdu, utilisé ou aurait fait naufrage dans les océans.

Il existe donc bien une quantité finie d'or disponible dont la valeur totale serait comprise entre 3 et 4 trillions de dollars.

© Groupe Eyrolles

L'or extrait chaque année représente un peu plus de 2 500 tonnes par an (2 416 tonnes produites en 2008), soit une augmentation moyenne du stock global d'environ 2 % par an. Une des particularités les plus notables de la production d'or est qu'elle baisse depuis l'année 2000 qui représente un pic historique de production à 2 600 tonnes. Depuis, en dépit d'une forte poussée des prix, la production est restée sous ce niveau avec une légère reprise en 2008 (cf. graphique 13.6).

Graphique 13.6 – Production mondiale d'or



(Source : US Geological.)

Rien ne permet de prédire une baisse durable de la production ni si le record de production de 2000 est un pic majeur. Toutefois, il semble peu probable que le niveau de production puisse passer le cap des 3 000 tonnes au cours des prochaines années. Le pays emblématique de la production d'or, l'Afrique du Sud, a depuis quelques années ralenti sérieusement sa production et a ainsi abandonné pour la première fois la première place à l'Australie (280 000 tonnes en 2007). Les raisons de la baisse de

© Groupe Eyrolles

production se retrouvent dans la difficulté d'extraction : il faut aujourd'hui creuser parfois jusqu'à 4 000 mètres sous terre pour trouver un gisement intéressant. Et la densité d'or par tonne est presque désespérante : 4 grammes ! (alors qu'elle était de 16 grammes en 1966). On comprend mieux pourquoi la production se tasse : le coût moyen de production est de l'ordre de 550 dollars l'once et le coût marginal de certains gisements dépasse les 700 dollars.

Les banques centrales détiennent environ 35 000 tonnes. Vu la dégradation sensible de la valeur des différentes monnaies, il y a fort à parier que les banques centrales ne voudront pas se défaire de leur or. Au contraire, elles voudront plutôt diversifier leurs réserves en détenant plus d'or : seule valeur dont la qualité intrinsèque a peu de chances de varier et dont le taux de production est très limité (comparé aux taux de création monétaire des différentes devises). Après s'être bornée à communiquer sur des niveaux de réserves officielles de 600 tonnes depuis 2003, la Chine vient, en avril 2009, de dévoiler le vrai montant de ses réserves en or à 1 054 tonnes (soit environ 1,6 % de ses réserves totales). Si les autorités chinoises se fixent l'objectif de 15 % établi par la BCE, elles pourraient multiplier encore par dix leur stock d'or. En tout état de cause, l'appétit de la banque centrale de Chine pour l'or est avéré et se poursuivra dans le temps. Elle cherchera à renforcer ses avoirs en or et absorbera sans difficulté les ventes éventuelles des autres banques centrales et celle programmée du FMI (environ 400 tonnes).

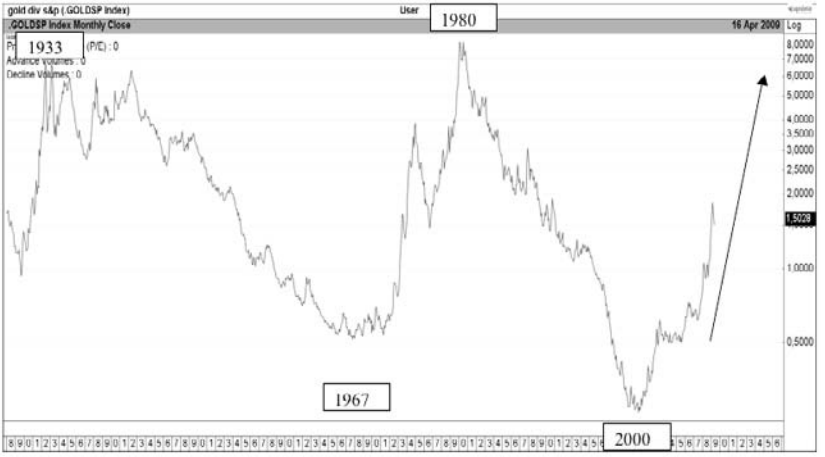
Par ailleurs, le taux de production stabilisé vers les 2 500 tonnes et sous le seuil de 2 % du stock existant est très proche du taux de croissance démographique. Le marché de l'or a donc peu de chances d'être inondé par un phénomène de surproduction. Dans le même temps, les besoins en joaillerie (52 % de la demande totale) de la part des Chinois et des Indiens devraient rester soutenus, en dépit d'un certain tassement de court terme. Enfin et surtout, l'or en tant que monnaie de réserve et de valeur

© Groupe Eyrolles

refuge ne pourra que bénéficier outrageusement d'une situation inflationniste, c'est-à-dire de dégradation de la valeur de la monnaie papier.

L'explosion de la création monétaire par les principales banques centrales est une raison essentielle pour faire de l'or, la seule monnaie de réserve crédible, dont le taux de croissance se limite à un modeste 2 %. Ceux qui l'avaient classé au rang de « vieille relique » en seront pour leur frais. L'or physique, en particulier, ne peut souffrir d'aucun risque de défaut de la contrepartie et, en ce sens, offre déjà une sécurité formidable. Face aux autres actifs (le dollar et les actions, voir graphiques), l'or présente un attrait essentiel : il devrait au moins préserver sa valeur réelle et a de bonnes chances de faire beaucoup mieux. Une chose semble assez certaine : le pouvoir d'achat de l'or va considérablement s'apprécier. Ces éléments sont validés graphiquement par l'analyse des graphiques 13.7, 13.8 et 13.9 : une tendance haussière de long terme est en place et présente des objectifs autour des 2 000 dollars.

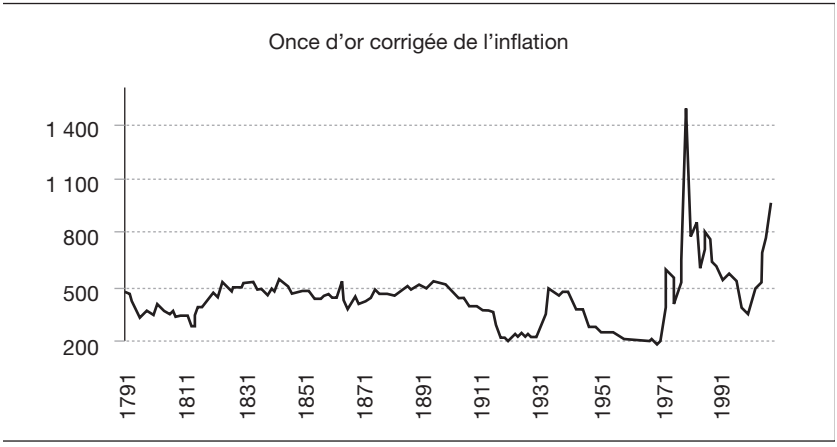
Graphique 13.7 – Pouvoir d'achat de l'once d'or en contrat S&P 500



(Source : Bloomberg, Updata.)

© Groupe Eyrolles

Graphique 13.8 – Prix de l'once d'or en dollars constants 2009



Corrigé de l'inflation et en dollars actuels, le graphique de l'once d'or est très intéressant : en effet, pendant près de deux siècles, l'once d'or a été particulièrement stable par rapport aux prix, évoluant ainsi dans une bande assez étroite entre l'équivalent de 200 dollars et un peu plus de 500 dollars. Sa valeur relative était donc très stable dans le temps, et ses excès de faiblesse étaient principalement dus à une poussée inflationniste (comme en 1814, 1865 et 1920). C'était, en effet, à l'époque de l'étalon-or, période pendant laquelle la parité avec le dollar est restée quasiment inchangée à 20,67 dollars jusqu'à 1932. La monnaie et l'or se confondaient, et les poussées inflationnistes dégradaient de fait la valeur de la monnaie, et donc de l'or. En conséquence, les phases de déflation, fort nombreuses à cette époque, permettaient donc une remontée de la valeur de la monnaie, c'est-à-dire que la valeur relative de l'or remontait.

À partir des années 1970 et de l'abandon définitif de l'étalon-or, l'or est devenu une monnaie à part entière, concurrente du dollar. Le comportement de l'or par rapport à l'inflation s'est alors inversé : l'or, ne pouvant plus être confondu avec la monnaie en circulation, devenait une alternative au dollar, et il pouvait être recherché pour

© Groupe Eyrolles

ses qualités propres (rareté, faible production ou création monétaire réduite…). Ainsi, dans les années 1970, la valeur de l'or a explosé, sortant de son *trading range* séculaire (entre 200 et 500 dollars). Après une phase de faiblesse entre 1982 et 2000 (ultime passage sous les 500 dollars), l'or est reparti à la hausse et semble se diriger vers les sommets de 1980.

Comme nous l'avons remarqué avec le graphique du ratio avec le S&P, l'or confirme son rang de matière première particulière puisque, contrairement aux autres commodités, sa valeur réelle s'est appréciée sur très longue période. Le phénomène de rareté (pourcentage de production par rapport au stock inférieur au taux de croissance démographique et au taux de l'économie) ainsi que la hausse continue du coût de production (raréfaction et appauvrissement des mines et coût d'extraction croissant) expliquent en grande partie cette appréciation durable du métal jaune.

Ainsi, nous pouvons penser que non seulement l'or devrait continuer à offrir une très bonne garantie contre la dégradation de la valeur de la monnaie (cf. inflation à venir), mais aussi une dimension spéculative supplémentaire semble possible.

Graphique 13.9 – Cours de l'once d'or

(Source : Bloomberg, Updata.)

© Groupe Eyrolles

Sur le plan graphique, la situation est assez simple. Après l'envolée des cours fin des années 1970 - début des années 1980, l'or est entré dans une phase de consolidation extrêmement longue (près de 20 ans), comme une sorte de contrepoint à l'explosion haussière des années 1970. Graphiquement, la figure s'apparente à un très long triangle proche des figures en biseau haussier. La sortie de la figure au début des années 2000 a été très nette et a permis d'établir en 2008 un plus haut historique au-dessus des sommets de 1980 légèrement au-dessus de 1 000 dollars. L'objectif de la figure est très ambitieux puisqu'il se situe entre 1 800 et 2 300 dollars.

La correction observée à partir de l'été 2008 a été très contenue (à peine 30 %) et n'a absolument pas remis en cause la tendance haussière amorcée depuis 2002. Elle se comprend comme une phase de simple consolidation permettant au marché de souffler avant de reprendre sa tendance majeure. On notera par exemple que le seuil des 700 dollars (seuil clé puisqu'il correspond à peu près à l'ancien sommet historique des années 1980) a offert une très belle zone de soutien permettant au marché d'entamer un premier rebond. Tant que cette zone reste support, il est légitime de rester positif. Le passage à la hausse du seuil des 1 000 dollars confirmera un départ vers les objectifs de 1 150 à 1 250 puis potentiellement, à plus long terme, au-delà des 1 800 dollars.

Le pétrole

Le pétrole est une des clés de la croissance économique mondiale mais aussi de l'équilibre géopolitique. Longtemps, le pétrole et l'énergie en général ont été extrêmement bon marché et l'impression d'abondance a conduit à un certain nombre d'excès, notamment en termes de consommation et de comportement de la part des pays consommateurs vis-à-vis des pays producteurs. Aujourd'hui, les scientifiques reconnaissent la raré-

© Groupe Eyrolles

faction prochaine des ressources pétrolières ainsi que la nuisance croissante des combustions des produits pétroliers sur l'environnement. Un consensus semble établi pour reconnaître l'impérative nécessité de trouver et de développer des énergies alternatives. Certains y voient l'aube de nouvelles industries en forte croissance. La grande majorité des experts sait que le chemin sera extrêmement long avant de pouvoir détrôner le pétrole de sa position clé dans la production d'énergie.

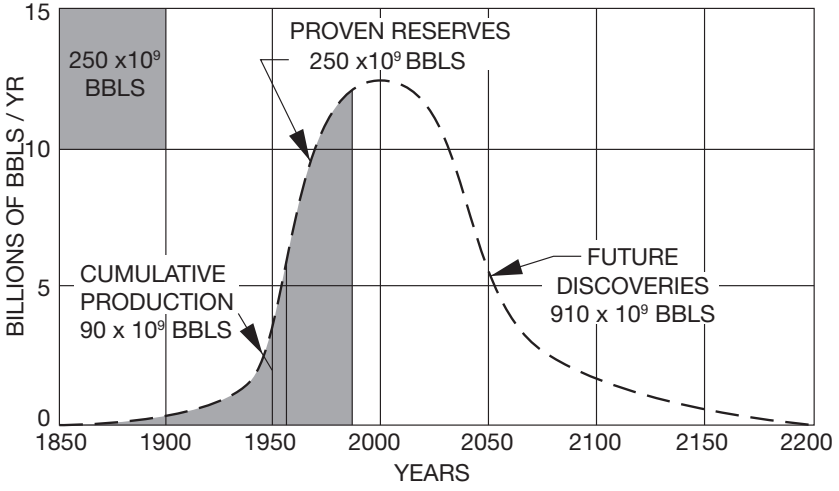
Il faut en premier lieu rappeler que la production pétrolière connaît un certain nombre d'alarmes qui sous-entendent la proximité d'une phase de déclin. Notons entre autres les points suivants : pas ou très peu de nouveaux gisements opérationnels on été découverts et il semble donc que tout le pétrole facile d'accès et pas cher à extraire a été trouvé ; 80 % de la production actuelle de pétrole aurait été découverte avant 1973 ; la majorité des puits en production est en déclin et le risque de surestimation des réserves semble élevé.

Par ailleurs, la thèse qu'un pic de production ait lieu prochainement ou ait même déjà eu lieu est très vraisemblable. Elle s'inspire des travaux de Marion King Hubbert, géophysicien américain devenu très célèbre pour avoir justement prévu dès 1956 que le pic de production de pétrole aux États-Unis aurait lieu dans les années 1970 (entre 1966 et 1972 selon ses calculs). En effet, la production américaine culmina en 1970 et n'a depuis jamais cessé de décliner. À partir des mêmes hypothèses, mais avec des données moins sûres que celles dont pouvait disposer Hubbert, des analystes et géophysiciens ont appliqué la méthode et ont trouvé que le pic de la production mondiale devait se situer entre 2004 et 2010, c'est-à-dire maintenant ! Certains experts discutent aussi de la forme de la courbe de production. D'après Hubbert, il s'agit d'une courbe en cloche qui doit donc marquer un recul rapide de la production mais certains anticipent plutôt la création d'un plateau déclinant aux conséquences moins brutales. De toute évidence, l'avènement d'un tel pic

© Groupe Eyrolles

aurait des conséquences désastreuses pour l'économie et pour la stabilité des zones de production. Les prix n'auraient qu'une direction possible. Cependant, certains spécialistes rejettent totalement la théorie de Hubbert et anticipent un pic de production vers 2025-2030 suivi d'une chute marquée (cf. graphique 13.10).

Graphique 13.10 – Pic de Hubbert : courbe en cloche de la production mondiale de pétrole avec un apogée prévu vers 2008-2010



Plus ce pic de production aura lieu tôt, moins les énergies nouvelles pourront représenter une alternative crédible et plus l'ampleur de la catastrophe sera forte. En revanche, s'il a lieu dans un laps de temps raisonnable (2025-2030 par exemple), les énergies nouvelles pourraient se substituer à temps au pétrole. Cette menace permanente sur la quantité de pétrole pouvant être produite doit agir comme un moteur puissant pour favoriser tout type d'énergie nouvelle capable de remplacer le pétrole sans effet négatif sur l'environnement.

© Groupe Eyrolles

L'évolution de la demande représente l'autre inconnue. Avant la crise, la croissance de la demande s'établissait à environ 2 % par an avec une consommation totale d'environ 87 millions de barils par jour (mbj) en 2007. Depuis l'apparition de la crise économique et l'effondrement de la production industrielle, les perspectives de croissance de la consommation sont revues à la baisse et la consommation prévue pour 2009 a déjà intégré le choc puisqu'elle est évaluée à environ 84 mbj. En effet, les pays occidentaux comptabilisent environ 50 % de la consommation (les États-Unis représentent 26 %, l'Europe est à 18 % et le Japon à 7 %). Le reste du monde se partage l'autre partie de la consommation (la Chine est à 6 % et la Russie est à 5 %). La Chine devrait maintenir une forte croissance de sa consommation de pétrole (à plus de 4 % par an) tandis que de nombreux pays en développement conserveront une évolution positive. Dans l'ensemble, si la crise peut entraîner une stabilisation de la consommation autour de 82-85 mbj, le risque de baisse sensible semble, lui, relativement réduit. À plus long terme, la forte croissance démographique continuera d'impacter positivement la demande de pétrole mais à un rythme moins soutenu que par le passé du fait de la crise économique et de l'émergence de nouveaux comportements et du développement des nouvelles énergies (voitures propres, économies d'énergies…). Dans les prochaines années, la demande de pétrole pourrait donc se stabiliser entre 85 et 90 mbj et éventuellement progresser légèrement au-dessus du seuil des 90 mbj. Toute reprise généralisée de la croissance devrait voir le seuil de 90 mbj franchi à la hausse.

L'analyse des graphiques du pétrole (graphiques 13.11 à 13.13), soit en prix soit en dollars constants, privilégient le développement d'un scénario haussier.

© Groupe Eyrolles

Graphique 13.11 – Pétrole en dollars constants 2009

(Source : CRB.)

Le pétrole en dollars constants 2009 nous confirme qu'en dépit de la hausse récente, les prix réels du pétrole restent sages et encore inférieurs aux sommets de 1980.

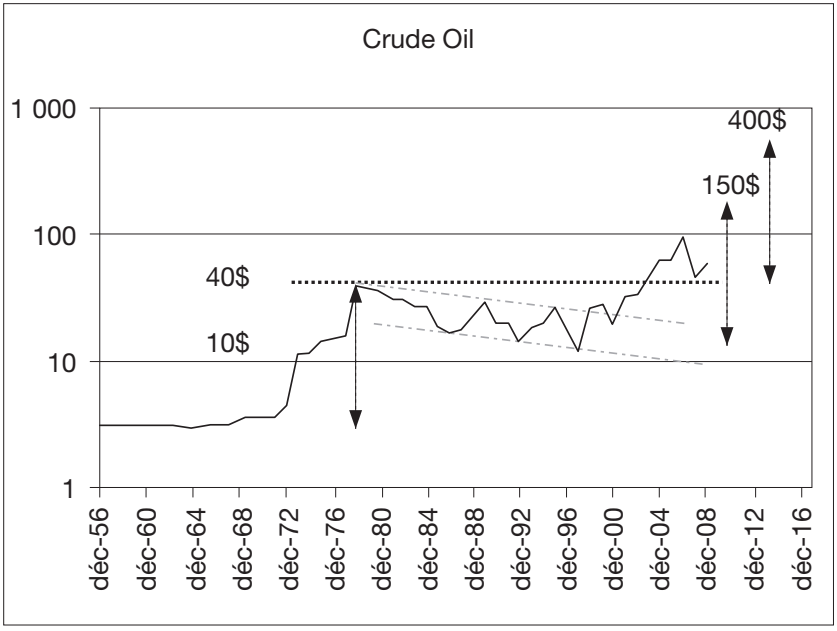
Le phénomène de rareté semble donc loin d'avoir joué.

Graphique 13.12 – Évolution du cours du pétrole depuis 1986

(Source : Bloomberg, Updata.)

© Groupe Eyrolles

Graphique 13.13 – Évolution du cours du pétrole depuis 1956 (échelle logarithmique)



Sur le plan graphique, le pétrole vient de connaître une violente accélération entre 1998 et 2008, passant d'un peu plus de 10 dollars le baril à 140 dollars. C'est une des plus fortes progressions jamais enregistrées sur cette matière première, après celle des années 1970. Elle résulte de la sortie à la hausse d'une vaste figure en drapeau dont les objectifs de long terme sont compris entre 150 dollars (pratiquement atteints en juillet 2008) et 400 dollars. L'essentiel de l'accélération s'est produit après le franchissement du seuil des 40 dollars en 2003, seuil qui jusque-là n'avait jamais été dépassé. La violente rechute du pétrole s'est arrêtée au niveau de la très grosse zone de soutien située entre 30 et 40 dollars (anciens sommets des

© Groupe Eyrolles

années 1980). Ce seuil ne devrait pas être franchi à la baisse et représente au contraire un formidable seuil de support devant permettre au marché de rebondir.

Par ailleurs, on constate que le marché évolue à l'intérieur d'un vaste canal haussier dont la zone basse a été touchée fin 2008 (cf. graphique 13.12). Nous anticipons un rebond de marché jusqu'à la zone de résistance suivante, entre 70 et 100 dollars. Le franchissement durable de cette résistance devrait offrir une accélération sur la zone des 150 dollars et au-delà, potentiellement 400 dollars (cf. graphique 13.13).

Enfin, une cyclicité très régulière d'environ cinq ans et demi peut être observée sur les cours depuis 1948 (cf. graphique 13.12). Cette cyclicité a permis de marquer le sommet de 2008 et devrait à l'avenir marquer des pics en 2013 puis début 2019. Étant donné la violence de la correction observée en 2008-2009, il se pourrait que le creux de cycle prévu vers 2011 ait déjà été touché. On notera d'ailleurs que les points bas de cycle sont souvent moins précis que les pics.

Si le seuil des 400 dollars devait être atteint un jour, l'événement pourrait intervenir en 2013 ou plus probablement en 2019, à l'apogée du cycle haussier des matières premières.

Les matières premières agricoles

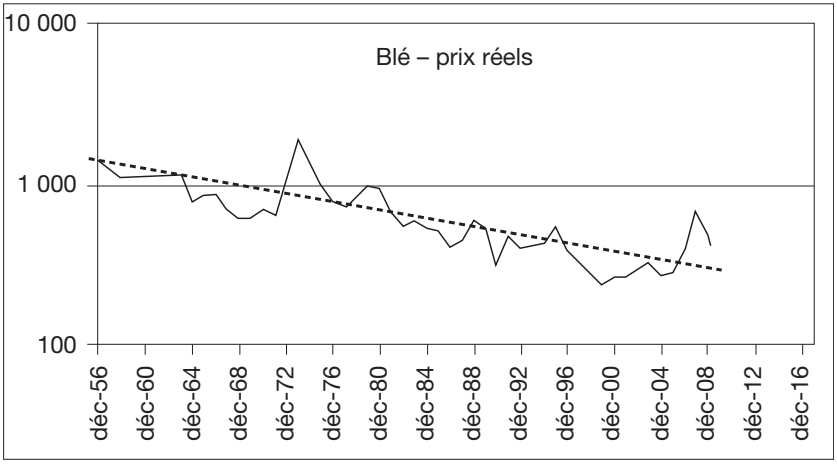
Sur le long terme, les prix agricoles n'ont cessé de baisser répondant ainsi à la formidable augmentation des rendements liée au remembrement des terres cultivables, à la mécanisation des cultures, à l'application d'une agriculture extensive et à l'utilisation systématique des engrais chimiques.

Par exemple, le prix du blé en valeur réelle n'a pas cessé de décliner, comme l'indique clairement le graphique 13.14. La baisse réelle atteint environ 2,5 % par an entre 1956 et 2009. Si l'on

© Groupe Eyrolles

intègre la croissance de la population mondiale, la baisse de prix réel par habitant est considérable puisqu'elle dépasse les 5 % par an. L'ensemble des produits agricoles suit approximativement le même régime.

Graphique 13.14 – Prix du blé en dollars constants 2009



(Source : CRB.)

Cette tendance de long terme sera-t-elle remise en cause de façon durable ? Il est à l'évidence beaucoup trop tôt pour en discuter. Cependant, il est légitime de s'interroger sur les réelles capacités d'amélioration des techniques agricoles et surtout de la chimie agricole dont les effets à long terme s'avèrent assez désastreux (pollution et destruction des sols, disparition des écosystèmes, espèces menacées, etc.). La principale piste aujourd'hui ouverte est celle de la génétique, qui semble provoquer plus de questions et d'incertitudes que proposer de vraies solutions pérennes. En tout état de cause, les éléments conjoncturels et structurels d'aujourd'hui militent en faveur d'une poursuite de la hausse des prix agricoles en termes nominaux et réels pour les prochaines années. La liste est longue et non exhaustive :

© Groupe Eyrolles

- augmentation des coûts de production résultant de la hausse des prix pétroliers et impactant directement le coût de la chimie et des produits phytosanitaires ;
- accroissement quantitatif continu de la demande (démographie, concurrence des biocarburants…) et amélioration qualitative (augmentation de la demande en produits de meilleure qualité : viandes, céréales, produits laitiers, produits bio…) ;
- impact inévitable et difficile à apprécier des dérèglements climatiques et du déclin des ressources en eau sur la production (cyclones, sécheresse, inondations…) – cf. chapitre 9 ;
- faiblesse des investissements pendant les trente dernières années, obsolescence de l'outil de production, raréfaction des terres arables disponibles et augmentation de leur prix ;
- impact de la crise économique et de la sévère correction observée sur les matières premières : des investissements ont été coupés et ne seront pas repris avant longtemps. De même, pour des raisons d'économie, les surfaces exploitées en 2009 seront plus faibles de 2 % environ aux États-Unis, ce qui réduira l'offre finale ;
- baisse sensible des stocks agricoles : pour le blé, le riz et les céréales secondaires, le ratio stocks/utilisation au niveau mondial est tombé à 16 % contre 32 % il y a dix ans, soit son niveau le plus faible depuis les années 1960.

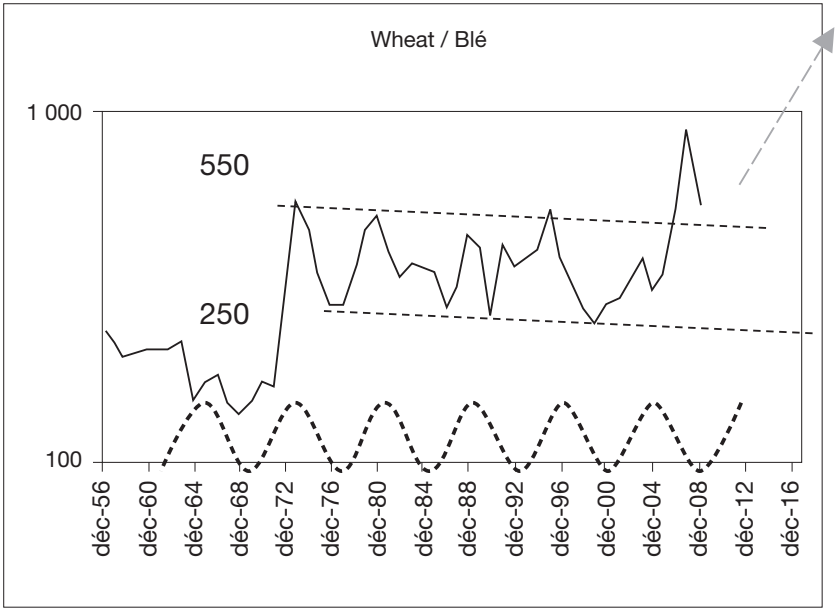
À ces éléments internes au marché lui-même s'ajoutent bien sûr les éléments structurels qui devraient perturber l'économie et les équilibres mondiaux (inflation, risque de recrudescence des conflits, protectionnisme…). D'ores et déjà, certains pays encadrent très durement l'exportation de leur production agricole quand d'autres l'ont déjà interdite. Des pays prévoyants (Arabie Saoudite, Chine…) ont commencé à assurer leur approvisionne-

© Groupe Eyrolles

ment en céréales en se garantissant des marchés, ou bien directement en achetant d'immenses étendues de terres cultivables pour posséder et disposer librement à l'étranger de ressources céréalières.

Concernant le blé, l'analyse du graphique 13.15 indique la sortie d'une longue période de stabilité des prix nominaux (entre 250 et 550 de 1973 à 2006). Après une forte accélération dans le courant de l'année 2008, les prix sont revenus tester la zone de soutien des 500-550 dollars qui devrait constituer un formidable support et permettre au marché de repartir ensuite à la hausse vers les 1 000 dollars. Par ailleurs, un cycle de 7 ans environ est assez facilement identifiable et très régulier. Il milite en faveur d'un sommet courant 2010 puis en 2017 (fin du cycle haussier de long terme ?).

Graphique 13.15 – Prix du blé depuis 1956

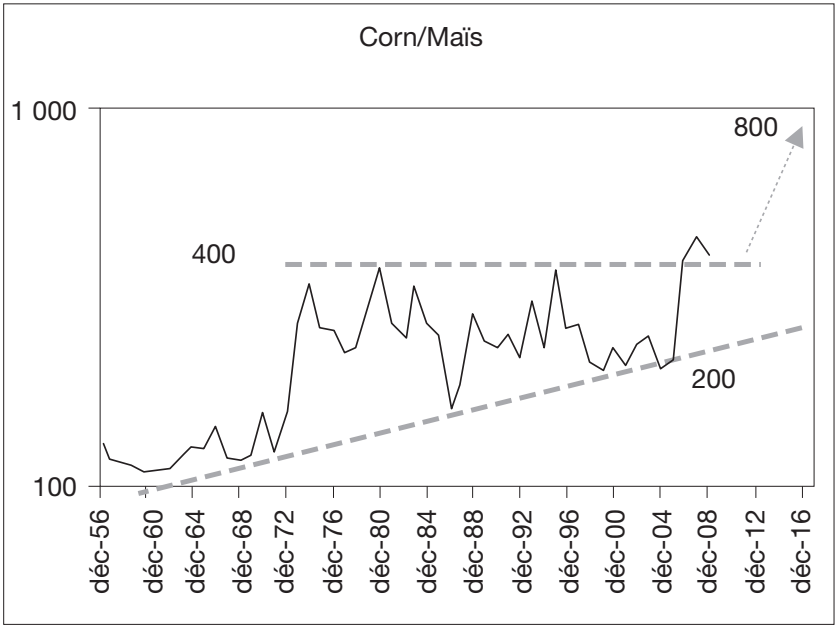


(Source : CRB.)

© Groupe Eyrolles

Le prix du maïs représenté sur le graphique 13.16 est sur le long terme assez proche de celui du blé : accélération à la fin des années 1960 jusqu'au début des années 1970, suivie d'une longue période de gestation entre 1973 et 2005 s'achevant par une nouvelle accélération permettant de sortir du triangle ascendant de long terme et générant ainsi un très fort signal haussier de long terme dont l'objectif se situe entre 700 et 850.

Graphique 13.16 – Prix du maïs depuis 1956



(Source : CRB.)

© Groupe Eyrolles

Chapitre 14

Les devises

La prédiction de tendance sur les devises est toujours un exercice très délicat où l'incertitude prédomine plus qu'ailleurs. Les déterminants du taux de change entre deux devises dépendent de paramètres économiques simples (observations et perspectives des écarts de croissance économique, de taux d'inflation et de création monétaire, de taux d'intérêt à court et long terme, de volatilité de l'économie, d'équilibre des comptes…), de considérations sur la stabilité politique des pays considérés (notion de prime de risque) et enfin d'éléments parfois imprévisibles sur les flux d'actifs (balance commerciale et des capitaux, opérations de couverture de change de la part des entreprises pour des opérations commerciales ou de haut de bilan…). Tous ces paramètres s'entrecroisent souvent, ce qui nuit à la prise de décision (le marché alterne ainsi les modes : pendant un temps, il se concentre sur les écarts de taux courts, puis la mode peut évoluer vers d'autres types de paramètres – croissance économique, inflation, commerce extérieur…) et les manipulations des cours de change sont récurrentes (intervention des banques centrales, défense ou attaque de niveaux techniques importants par des gros intervenants…). Enfin, le marché des changes est celui où le flux d'informations est colossal et où il n'existe pas d'avantage informationnel : tout le monde dispose de la même information au même moment. La psychologie (qui interfère à la fois dans le choix des modes d'influence économiques et dans la force et la volatilité des tendances en place) et les flux (tendanciels ou aléatoires) semblent ainsi dominer les prises de décisions, au moins sur le court terme.

© Groupe Eyrolles

Une grande majorité d'intervenants reconnaissent ainsi avoir une confiance modérée dans l'analyse économique et fondamentale et c'est très certainement pour cela que le marché des changes est aussi connu pour être celui où les utilisateurs de l'analyse technique sont très majoritaires.

Faire une prédiction sur les changes me paraît donc être un des exercices les plus risqués et il convient donc d'être à la fois très prudent et capable de revoir rapidement son analyse si le marché nous donne tort. L'objectif est donc plus de préciser les déterminants qui pourraient peser sur les principales devises et d'apprécier dans quelle mesure l'analyse graphique permet de dégager des tendances de long terme.

Des changements majeurs

Un des premiers changements observés depuis la survenance de la crise est la baisse généralisée des taux courts à travers le monde. La politique du taux zéro (ZIRP) est devenue une quasi-convention dans les pays du G7 (la BCE faisant figure de « grande originale » avec des taux à 1 % ou 0,75 %). En conséquence, un des sports préférés des cambistes (le *carry trade*, ou « opération de portage ») a disparu. Alors que de nombreuses positions longues de dollars ou d'euros et vendeuses de yens ou de francs suisses étaient initiées pour capter le différentiel de taux de change entre 2004 et 2008, l'aplatissement des écarts de taux rend caduc ce type d'opération. Il faut se porter sur des devises beaucoup plus exotiques ou émergentes pour faire cet exercice (dollar australien, réal brésilien, rand sud-africain…).

Deuxième bouleversement : l'explosion des déficits budgétaires dans la majorité des grands pays fait renaître l'existence d'un risque pays sur certaines grandes devises. Le risque de défaut est

© Groupe Eyrolles

ainsi venu s'ajouter aux nombreux paramètres d'appréciation des devises. Ce risque de défaut est plus ou moins marqué selon les pays et les devises. Néanmoins, certains pays européens souffrent particulièrement (Irlande, Portugal, Grèce, Espagne…) avec des risques de crédit qui ont parfois frôlé les 300 bps. Cela fait resurgir le problème de la pérennité de l'euro, bâti sur un ensemble de pays hétéroclites dont les plus faibles menacent directement l'équilibre de l'édifice.

Troisième changement : la violence de la crise économique et de ses conséquences remet en cause certaines certitudes économiques. Par exemple, le Japon, structurellement excédentaire en termes de flux de capitaux, est devenu déficitaire du fait de l'effondrement de ses exportations. Il s'agit d'une modification majeure qui souligne du coup toutes les faiblesses structurelles du Japon (taille de la dette, décroissance démographique, atonie de la consommation des ménages…) et qui menace ainsi la solidité de la devise (si les flux structurels vers le Japon disparaissent, qui achètera du yen ?). D'autres pays exportateurs souffrent aussi brutalement de l'effondrement du commerce mondial (Allemagne notamment).

Quatrième changement : l'intervention massive des banques centrales contribue à une explosion de leur bilan. La création monétaire qui s'ensuit, et dont le contrôle devrait s'avérer un exercice incertain, discrédite la valeur de chacune des monnaies considérées. Potentiellement, toutes les grandes devises sont menacées de calamités inflationnistes et, dans un tel contexte, aucune monnaie n'est plus attrayante et il ne s'agit plus de choisir la meilleure des devises, mais celle qui présente le moins de risque.

Enfin, cinquième métamorphose sur le marché des changes : la hausse historique de la volatilité. Alors que la volatilité des parités comme l'euro-dollar traitait à des niveaux de volatilité inférieurs à 8 % en moyenne en 2007 et avant, la volatilité a explosé

© Groupe Eyrolles

frôlant le seuil des 20 % pour se stabiliser ensuite au-dessus des 12 %. Cette volatilité ainsi qu'une certaine dégradation de la liquidité (disparition d'un certain nombre d'intervenants) sont amenées à perdurer dans le temps. Ce sont les fruits d'une plus grande volatilité économique et politique (cf. parties 2 et 3) ainsi que d'une plus grande versatilité des intervenants. La peur et l'incertitude devraient demeurer à des niveaux élevés influençant fortement la volatilité des marchés.

Les devises phares menacées

Le dollar américain semble durablement menacé par la très forte création monétaire de la Réserve fédérale ainsi que par la volonté insistante de la plupart des intervenants de diversifier leurs actifs monétaires en réduisant leur détention de dollars et en ayant recours à d'autres devises de paiement. De plus, le repli sur soi programmé des États-Unis (cf. chapitre 9) devrait renforcer ce processus.

Le yen japonais est lourdement menacé par l'ampleur de sa dette et par sa décroissance démographique et économique. Il y a au Japon une équation intenable qui ne peut conduire qu'à un affaiblissement de sa devise.

La livre sterling souffre de l'effondrement du *business model* anglais basé sur une économie de la finance. Elle subit également de plein fouet l'aggravation de ses déficits et de sa dette ainsi que l'explosion de sa masse monétaire et des risques inflationnistes qui l'accompagnent. De plus, la nationalisation d'une grande partie du système bancaire amoindrit les chances de rebond durable de l'économie.

Le franc suisse souffre de la fragilisation de son système bancaire. De nombreux établissements suisses ont lourdement

© Groupe Eyrolles

souffert de l'affaire Madoff en montrant de fortes défaillances. De plus, le statut de paradis fiscal est de plus en plus mis sous pression et porte préjudice au marché très lucratif des banques privées. Enfin, l'effondrement du commerce mondial pourrait coûter cher, tout particulièrement au secteur du luxe, très présent en Suisse. Le franc suisse pourrait ainsi perdre son statut de valeur refuge.

Même si la BCE est certainement une des banques centrales les plus sages et les plus rétives aux dérapages monétaires, la valeur de l'euro est pénalisée par la fragilité de sa construction même. Que se passerait-il si l'un de ses maillons faibles, ceux que les Anglais appellent avec délicatesse les PIIGS (Portugal, Italie, Irlande, Grèce et Espagne), devait faire défaut ? Ou si l'un des pays demandait à quitter l'euro (ce serait certainement un désastre pour un pays faible, mais un pays fort – Autriche ? – pourrait tenter une aventure d'isolement) pour récupérer plus de flexibilité ? Les incertitudes sont là et seront d'autant plus considérables que le crise sera forte.

Tous ces éléments joueront tour à tour contre chacune des devises concernées et les phénomènes de mode permettront de dégager des tendances marquées à certains moments. L'incertitude sur l'euro pourrait planer un certain temps jusqu'à ce que l'Europe (ou la BCE) confirme, par l'action, son unité et une totale solidarité. Alors, les problèmes plus structurels du dollar pourraient l'emporter. Ma conviction est que le dollar devrait être à terme fortement pénalisé. Les Américains eux-mêmes vont rechercher son affaiblissement afin de pouvoir relancer leur compétitivité, mais le risque d'un emballement n'est pas exclu.

© Groupe Eyrolles

L'attractivité des devises émergentes

En revanche, si aucun élément majeur – autre qu'une simple conviction – ne peut être présenté en faveur ou en défaveur d'une des grandes devises traditionnelles, certaines devises émergentes présentent toutes les caractéristiques d'une revalorisation durable (parmi elles, le renminbi chinois, le real brésilien, la roupie indienne, et éventuellement le dollar australien et le rouble russe). Tous ces pays vont bénéficier d'une croissance positive (avec des bémols possibles pour la Russie et l'Australie) ; leur dette n'est pas problématique, la menace inflationniste due à une création monétaire excessive est faible, leur réserve de change est importante, le niveau de taux d'intérêt est attractif (portage positif) et leur excédents commerciaux devraient perdurer, notamment grâce au secteur des matières premières (Australie, Russie, Brésil). Il vaut mieux aujourd'hui être investi en reals brésiliens, en dollars australiens, etc., qu'en dollars ou en euros. En dépit d'une volatilité élevée sur ce type de devises, la performance long terme devrait être au rendez-vous. La performance des devises exotiques ou émergentes (et tout particulièrement des devise en « r », real, renminbi, rouble, roupie…) devrait ainsi valider la vitalité de ces pays et leur bon positionnement économique (commodités, services…).

Analyse graphique

L'analyse graphique des principales devises permet de déceler un certain nombre de perspectives qui seront présentées plus bas.

© Groupe Eyrolles

Graphique 14.1 – Dollar index

(Source : Bloomberg, Updata.)

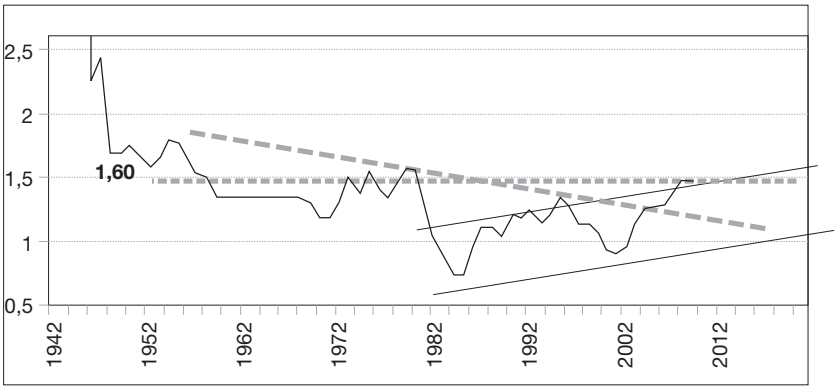
Le dollar index est un indice de référence qui calcule la valeur du dollar contre un panier des principales devises en fonction des relations économiques avec les États-Unis.

Le dollar index baisse tendanciellement depuis les années 1970 mais de façon très contenue. En 2008, après une ultime glissade sur sa droite baissière de support long terme, le dollar a repris de la hauteur en rebondissant vigoureusement jusque vers le seuil de 90.

L'enfoncement haussier des 90 pourrait alors offrir une ultime salve de hausse jusqu'à la zone des 100 (vers la tendance baissière de long terme) qui devrait constituer un obstacle majeur avant la rechute vers la zone basse, certainement sous le seuil des 70. Le dollar demeure baissier à long terme.

© Groupe Eyrolles

Graphique 14.2 – Euro-dollar (d'après la parité dollar-franc)



(Source : INSEE.)

Le graphique de l'euro contre dollar recalculé sur longue période à partir du franc français montre une progression permanente du dollar contre euro jusqu'à 1985. À partir de ce moment, le franc puis l'euro n'ont jamais cessé de reprendre du terrain. À partir de 2007, l'euro a franchi le sommet de 1995 confirmant ainsi l'existence d'une tendance haussière long terme pour la première fois depuis le déclin européen.

Par ailleurs, l'euro a buté, courant 2008, contre le sommet de son canal haussier entamé en 1985 et a donc assez logiquement entamé une phase de consolidation. Sur du très long terme, la rupture de la zone de résistance clé des 1,60 validerait le principe d'un retournement de long terme ouvrant la voie à une poussée haussière au-delà des 2,00, du jamais vu depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale…

© Groupe Eyrolles

Graphique 14.3 – Euro-dollar (via la parité dollar-deutsche Mark)

(Source : Bloomberg, Updata.)

Sur longue période, la tendance est très clairement en faveur de l'euro. La rigueur monétaire semble avoir été un élément déterminant de cette tendance.

Depuis les années 1970, la parité évolue à l'intérieur d'un vaste canal haussier dont le sommet a été atteint en 2008 vers 1,60 avant de connaître une forte correction dans le deuxième semestre 2008. Le rapatriement de capitaux, le retour vers la devise de référence ainsi que la méfiance sur la capacité de l'euro à maintenir son intégrité (risque de défaut de certains pays de la zone euro – cf. PIIGS) justifient en grande partie ce mouvement. Cela a permis à l'euro de revenir sur la droite intermédiaire de son canal.

Tant que cette droite intermédiaire tient (au-dessus de 1,25), la tendance demeure haussière et pourrait accélérer à nouveau en cas de franchissement de 1,45.

© Groupe Eyrolles

La tendance haussière de l'euro devrait rester intacte et, une fois la phase de correction terminée, la devise européenne devrait repartir à la hausse vers le sommet du canal au-delà de 1,70, marquant alors une rupture de long terme majeure – cf. *infra*.

Graphique 14.4 – Dollar-yen

(Source : Bloomberg, Updata.)

Alors que la tendance haussière du yen avait été extrêmement violente pendant les années d'expansion japonaise, la crise japonaise amorcée en 1990 a entraîné la stabilisation du yen face au dollar. La valeur du yen, écartelée entre des pressions favorables (excédent de la balance des paiements) et des forces négatives (faiblesse structurelle de la croissance économique et des taux d'intérêt), est restée finalement assez stable au cours de ces dernières années. Le dollar-yen s'est stabilisé entre 105 et 125 pendant près de dix ans. Le déclenchement de la crise a permis une sortie à la baisse du *trading range* sans pour autant

© Groupe Eyrolles

déclencher de véritable mouvement baissier. Cependant, tant que le seuil de 105 reste résistance, une baisse jusqu'à 80 peut être envisagée.

En revanche, si le seuil des 105 est clairement réintégré, cela devrait permettre un retour vers les 125 et sûrement au-delà : la dépréciation du yen serait alors durable.

Graphique 14.5 – Euro-yen

(Source : Bloomberg, Updata.)

L'euro-yen évolue à l'intérieur d'un vaste canal baissier depuis le début des années 1970.

Depuis 2000 jusqu'en 2007, l'euro est remonté de façon très nette jusqu'à revenir sur le sommet de son canal baissier. La crise de 2008 a entrainé une chute brutale (de 175 à 120 environ) permettant de corriger toute la hausse des dernières années.

La zone 115-125 devrait offrir un support important permettant d'amorcer un rebond. Tout passage au-dessus de 135-140 serait un signe avant-coureur d'un possible retour sur les sommets de 170-180. Le passage au-dessus de cette zone validerait le prin-

© Groupe Eyrolles

cipe d'un retournement de long terme (validation d'un possible tête-et-épaules et sortie du canal baissier) avec des objectifs vers 220-250. Toutefois, la stabilisation à l'intérieur d'un vaste *trading range* entre 115 et 180 paraît être une hypothèse encore plus réaliste.

Graphique 14.6 – Sterling-dollar (câble)

(Source : Bloomberg, Updata.)

Le câble évolue à l'intérieur d'un vaste *trading range* depuis le début des années 1980 entre 1,40 et 2,00 avec une très belle zone intermédiaire située vers 1,70.

La très forte dépendance de l'économie britannique au secteur bancaire et financier ainsi que l'explosion des déficits ont entraîné une chute libre du sterling pendant l'année 2008. Ainsi, tout le terrain conquis entre 2001 et 2007 a été perdu en quelques mois.

Techniquement, tant que le seuil clé de 1,40 reste support, un rebond peut être anticipé. En revanche, toute rupture claire de 1,40 suggérerait une accélération baissière vers la parité (plus bas historique de 1985), voire éventuellement plus bas.

© Groupe Eyrolles

Graphique 14.7 – Dollar-real brésilien

(Source : Bloomberg, Updata.)

Le parcours du real brésilien est caractéristique de nombreuses devises émergentes. Après la crise russe de 1998 et la défiance vis-à-vis des monnaies exotiques, le real a commencé à attirer les investisseurs au début des années 2000. La forte croissance du pays, son exposition au secteur des matières premières, sa stabilisation politique (arrivée au pouvoir de l'emblématique Lula) ainsi que ses taux d'intérêt élevés ont entraîné des flux massifs qui ont permis une hausse sensible de la devise.

La crise financière a déclenché la sortie de nombreux investisseurs avides de liquidités et effrayés par le retour du risque pays. Alors que le réal avait pratiquement doublé de valeur entre 2002 et 2008 (3,75 à 1,60), la correction a été brutale (retour sur les 2,50). Une correction de 62 % du mouvement pourrait même permettre un test des 2,75. Si un tel mouvement reste possible à court terme, il semble que la tendance de long terme reste très clairement à l'avantage du real (croissance économique et démographique, positionnement sur les matières premières, écart de taux…). Un nouveau mouvement de baisse du dollar contre real est donc à prévoir. Il devrait au

© Groupe Eyrolles

moins permettre un retour vers les plus bas de 1,60 et certainement plus bas. Un objectif vers la parité ne serait donc pas à exclure.

© Groupe Eyrolles

Chapitre 15

Le marché actions

Vers un repositionnement du marché actions

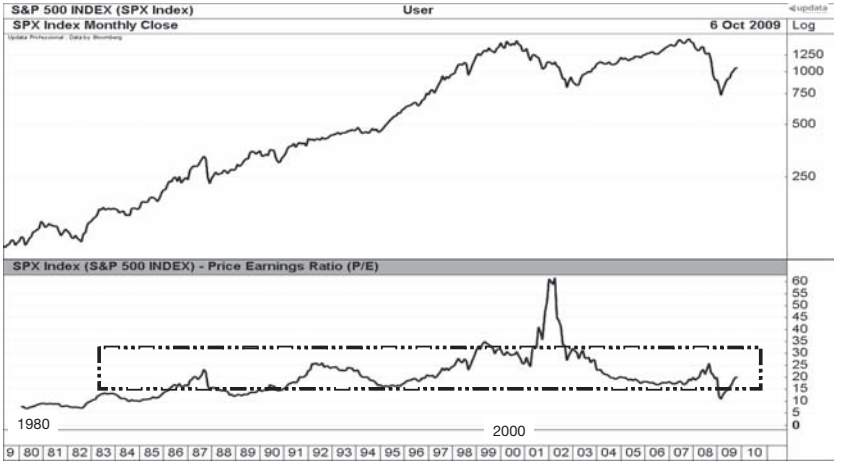
Le marché actions a probablement connu une de ses plus belles périodes historiques, une période euphorique. Les cours des actions ont explosé comme jamais auparavant et certains concepts ont été revisités pour adapter la théorie à l'observation. La grande difficulté quand on analyse les actions aujourd'hui est certainement l'absence ou le manque de perspectives de long terme. Beaucoup de prévisionnistes établissent des scénarios à l'aune de ce qui s'est passé sur la période récente, c'est-à-dire depuis les années 1980-1990. Cela correspond aussi à la période connue par la génération qui travaille aujourd'hui sur les marchés (les financiers les plus âgés ont commencé leur carrière en 1975-1980, au moment où s'amorçait le grand marché haussier de la fin du siècle).

Dans ce contexte, un ensemble de fausses vérités sont énoncées qui ne correspondent à rien si on les replace dans une perspective de long terme. Par exemple, un PER de 12 est jugé très bon marché et est considéré *de facto* comme une opportunité tandis qu'un PER de 20 ne suscite pas de vertige particulier. Pourquoi ? Parce que depuis les années 1980 le PER du marché américain s'est promené entre 15 et 25 avec une incursion au-delà des 30 au début des années 2000, comme l'indique le graphique 15.1.

© Groupe Eyrolles

Donc, sur ces bases historiques, un PER de 12 est une opportunité. Malheureusement, les temps ont terriblement changé et les réalités d'hier n'ont plus cours. Rien n'exclut en effet de revoir le PER du marché passer sous le seuil des 10 et en deça comme c'était le cas avant les années 1980.

Graphique 15.1 – Indice S&P et évolution du PER du S&P



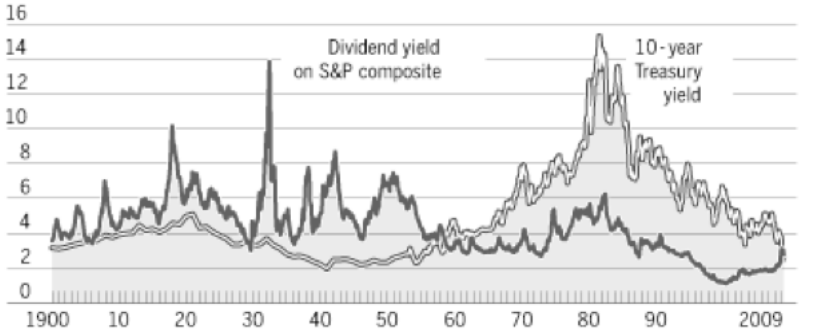
(Source : Bloomberg, Updata.)

Dans le même registre, le taux de dividendes est considéré comme une variable secondaire. En effet, depuis trente ans, les investisseurs actions achetaient des actions non pour leur dividende mais pour leur capacité à réaliser des gains en capital. Les entreprises l'avaient compris et préféraient investir une partie de leur bénéfices pour racheter leurs propres actions afin de faire monter les cours plutôt que de verser des dividendes plus chatoyants. Ainsi, alors que les entreprises enregistraient des profits records, les cours explosaient mais les taux de dividendes restaient d'une maigreur famélique : à moins de 2 % sur le S&P et toujours en dessous du taux des obligations d'État. Les taux des dividendes sont devenus inférieurs au taux des obligations

© Groupe Eyrolles

depuis la fin des années 1950, mais l'écrasement voire la quasi-disparition du concept de dividende est apparue à la fin des années 1990 (notamment grâce au concept de la nouvelle économie). Là encore, les choses changent et bougent très vite. Pour la première fois depuis 1959 (il y a cinquante ans), les taux de dividende sont devenus supérieurs aux taux des obligations (cf. graphique 15.2). Ce n'est sûrement pas un phénomène atypique mais très certainement l'amorce d'un changement complet de perspective sur les marchés actions. Les taux de dividende vont se recaler sur des niveaux beaucoup plus élevés comme cela était le cas avant les années 1950. On peut imaginer les taux de dividende évoluer de 3 à 8 % au gré des profits réalisés, de l'inflation et du niveau des taux longs.

Graphique 15.2 – Taux de dividende des actions comparé aux taux des obligations américaines



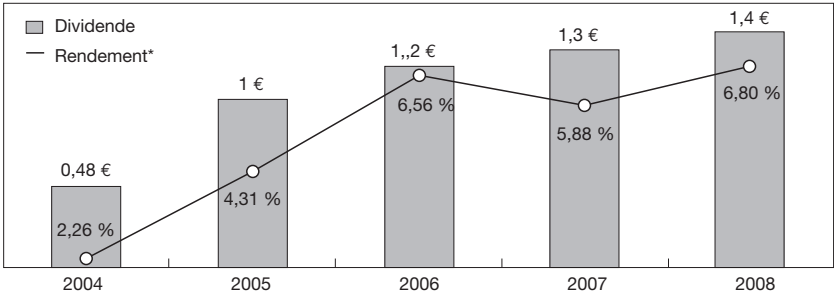
(Source : Robert Armott, *Journal of Indexes*, Robert Schiller, *Financial Times*.)

Le dividende va devenir une des principales sources pour appâter l'investisseur. Celui-ci restera très prudent sur les perspectives de gains en capital, réputés incertains et volatiles, il exigera au contraire des éléments tangibles qui lui permettront de rentabiliser son investissement sur du long terme. Pour être attractif, le dividende devra être gras (supérieur aux taux des obligations)

© Groupe Eyrolles

et stable. Les perspectives économiques étant devenues très difficiles et la visibilité s'étant en partie évanouie, l'investisseur exigera logiquement une prime de risque élevée. Étant donné la très forte volatilité du marché actions, les faibles perspectives de hausse durable des cours boursiers et le risque potentiel de faillite de l'entreprise (élément d'appréciation qui avait pratiquement disparu), l'investisseur ne pourra se satisfaire d'un dividende faible. Celui-ci demandera donc légitimement un dividende nettement supérieur aux taux longs. Le cas de France Télécom proposant un dividende très attractif à près de 7 % semble être une excellente illustration de ce phénomène en cours.

Graphique 15.3 – L'exemple de France Télécom : l'action offre un taux de dividende très attractif à près de 7 % (soit plus de 3 % au-dessus d'une OAT)



(Source : Bloomberg, Agefi.)

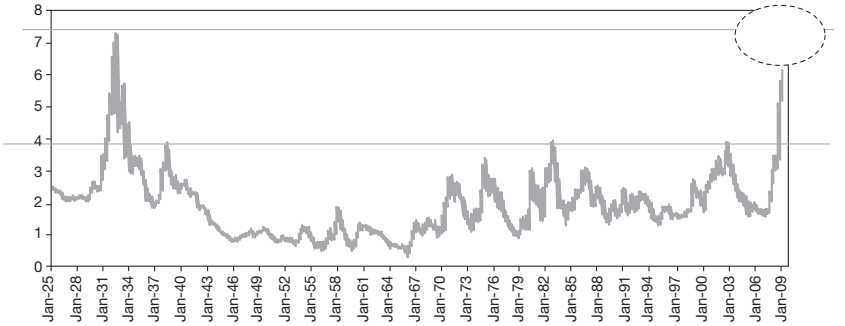
Le grand retour des obligations d'entreprises

Par ailleurs, les actions devront faire face à la concurrence des obligations émises par les entreprises. Celles-ci offrent déjà un rendement avantageux (jusqu'à 8 ou 10 % pour des signatures sérieuses). L'écart de rendement pour des signatures BAA n'a

© Groupe Eyrolles

jamais été aussi élevé depuis les années 1930 à plus de 5 % au début 2009 (voir graphique 15.4).

Graphique 15.4 – Écart de rendement des obligations d'entreprises (BAA) avec les obligations du Trésor américain



(Source : Société générale Equity Research.)

L'avantage des obligations est considérable pendant ces périodes troublées : le capital est garanti, le rendement est très attractif et, si l'entreprise fait faillite, le créancier est prioritaire. Trois atouts qui manquent aujourd'hui cruellement aux actions. C'est pourquoi la préférence des investisseurs pour les obligations d'entreprises est très forte et certainement durable. En conséquence, les entreprises qui ont besoin de cash émettent principalement des obligations et non des actions car elles sont beaucoup plus sûres de trouver une demande et évitent ainsi le scénario d'un fiasco. De plus, dans le contexte actuel, le coût d'une émission d'actions est très élevé. En effet, pour attirer de nouveaux actionnaires, le prix d'émission doit être très bas, ce qui est à la fois un mauvais signe pour le marché et également très dilutif pour les actionnaires existants. Dans ces conditions, l'entreprise n'est elle-même guère motivée pour augmenter son capital. Il est assez probable que cette situation perdure. Les obligations d'entreprises devraient donc connaître un essor important (au même titre que les dérivés de crédit) au détriment de la partie actions.

© Groupe Eyrolles

L'attrait pour les obligations d'entreprises est un facteur supplémentaire pour contraindre les entreprises à augmenter leurs dividendes si elles veulent à nouveau augmenter leur capital.

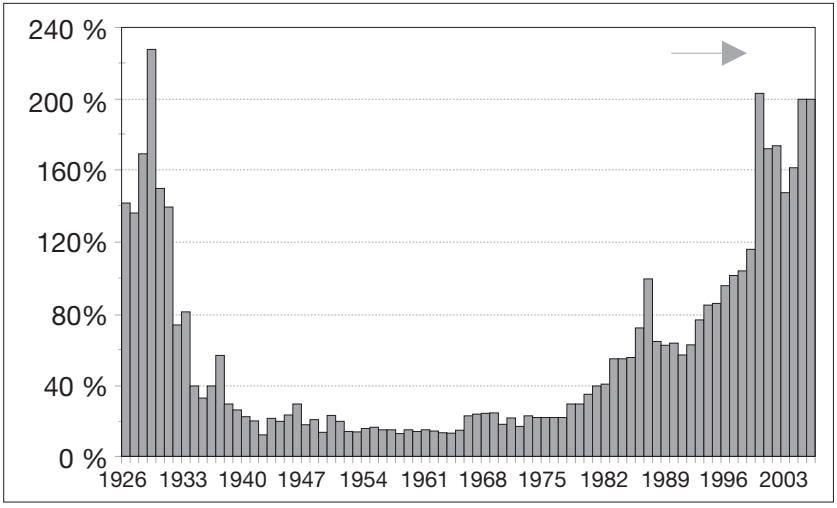
Volume et durée de détention des actions

Une des conséquences probables de ces changements dans la façon même de penser le concept du marché des actions est l'augmentation de la durée de détention de ces dernières. En effet, si le choix de se porter sur une action se déplace de l'espérance de gain en capital, grâce à une variation de cours, vers un objectif de rendement plus stable, garanti par le dividende, l'investisseur ne peut qu'évoluer vers plus de patience et de sagesse, laissant la fougue à des lendemains meilleurs. L'impact sur l'activité des brokers actions sera lourd : les transactions vont progressivement diminuer et leurs recherches sur les sociétés cotées deviendront inutiles pour motiver les investisseurs.

Le graphique 15.5 illustre parfaitement cette situation : il montre l'évolution des volumes traités sur les actions par rapport à la capitalisation boursière totale. On voit que le volume n'a jamais été aussi important que depuis les années 1920 (plus de deux fois la capitalisation boursière). Ce ratio permet de bien établir l'existence d'une fièvre spéculative depuis les années 2000 que le krach des actions technologiques ne semble pas avoir arrêté. Le désintérêt et la plus grande patience des investisseurs devraient faire redescendre ce ratio sous les seuils de 100 %.

© Groupe Eyrolles

Graphique 15.5 – Volume des échanges sur les actions américaines en dollars comparé à la capitalisation boursière



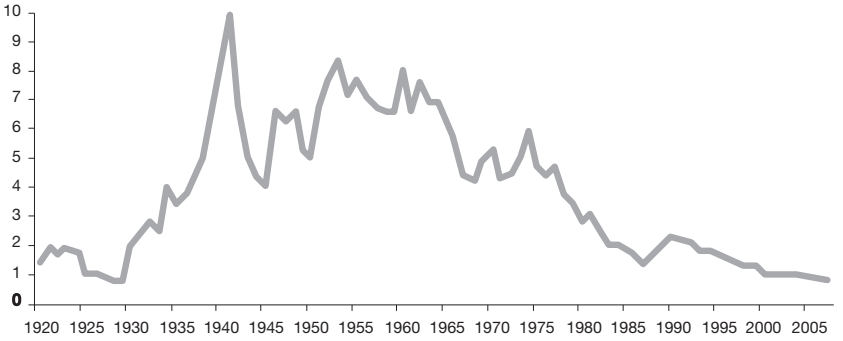
(Source : Cross-currents.net.)

Une étude très intéressante sur la durée moyenne de détention des titres du NYSE et publiée dans le livre de James Montier indique que la durée moyenne de détention d'une action est tombée récemment à moins d'un an, soit son plus bas niveau historique jamais atteint depuis la fin des années 1920 (cf. graphique 15.6). En d'autres termes, la durée de détention semble être en partie fonction du degré spéculatif du marché. Quand celui-ci est élevé, les intervenants ont tendance à faire beaucoup tourner leur portefeuille et se montrent ainsi très opportunistes et très volages : ils passent d'une idée à l'autre dans l'attente d'un gain en capital et semblent donc avoir du mal à se concentrer durablement sur un même titre. Quand la spéculation se dérobe et laisse la place à une certaine prostration voire à un certain désintérêt, il y a tout lieu de penser que les investisseurs recherchent moins le gain en capital mais visent principalement la sécurité de leur investissement. Ce changement de

© Groupe Eyrolles

perspective dans ce qui fonde les motivations de l'investisseur est crucial et suggère donc une modification des comportements et de la façon d'appréhender l'investissement en actions. Cela a également le mérite d'être très cohérent par rapport à notre analyse sur l'évolution des dividendes.

Graphique 15.6 – Durée de détention moyenne d'un titre du NYSE en nombre d'années



(Source : Société Générale Equity Research, James Montier.)

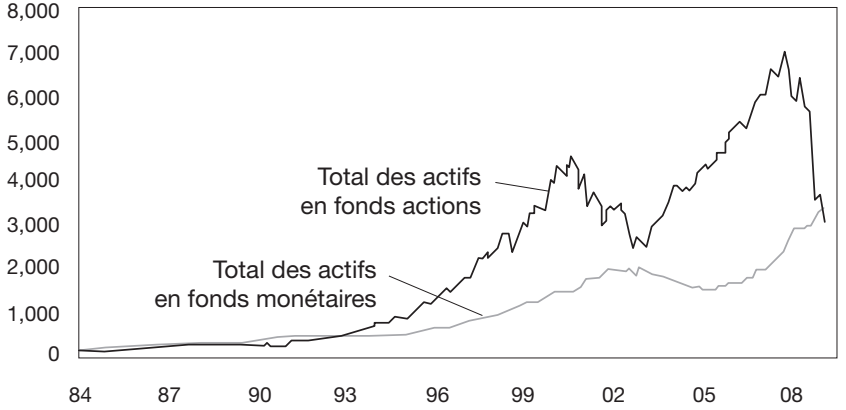
Le bel avenir des actions est derrière nous...

Les actions ont été la classe d'actifs favorite des investisseurs depuis le milieu des années 1990. Les taux d'intérêt étaient trop bas pour que les obligations ou les fonds monétaires attirent les capitaux, et la perception du risque actions avait considérablement baissé. Une très grosse partie des flux de capitaux s'engouffrait ainsi sur les actions, et même après la déroute des valeurs technologiques, la tendance a repris à une allure considérable, permettant de dépasser très largement les niveaux atteints en 2000. Le graphique 15.7 illustre le phénomène en comparant l'évolution des actifs gérés par les fonds actions et par les fonds monétaires. Il permet également de visualiser que, pour la première fois depuis plus de quinze ans, le total géré des fonds

© Groupe Eyrolles

actions passe sous celui des fonds monétaires. Cela confirme à la fois la baisse des actions et la désaffection pour cette classe d'actifs. En dépit de la très faible rentabilité des fonds monétaires, cette tendance a de fortes chances de se poursuivre au cours des prochaines années.

Graphique 15.7 – Évolution des actifs gérés par les fonds actions et par les fonds monétaires américains (en millions de dollars)



Analyse du marché américain

Le marché actions américain est la référence absolue de l'ensemble des marchés actions mondiaux. Les marchés européens et asiatiques sont tournés vers Wall Street, et ce qui se passe là-bas est toujours capital pour le reste du monde boursier. De plus, le marché américain dispose de longues séries qui permettent d'établir des scénarios graphiques de très long terme très utiles.

Nous présenterons ici les perspectives fondamentales, notamment en termes de PER. Puis nous montrerons ce que l'analyse

© Groupe Eyrolles

des cycles et des précédents *bear markets* peut nous enseigner. Nous terminerons enfin par les conclusions de l'analyse graphique.

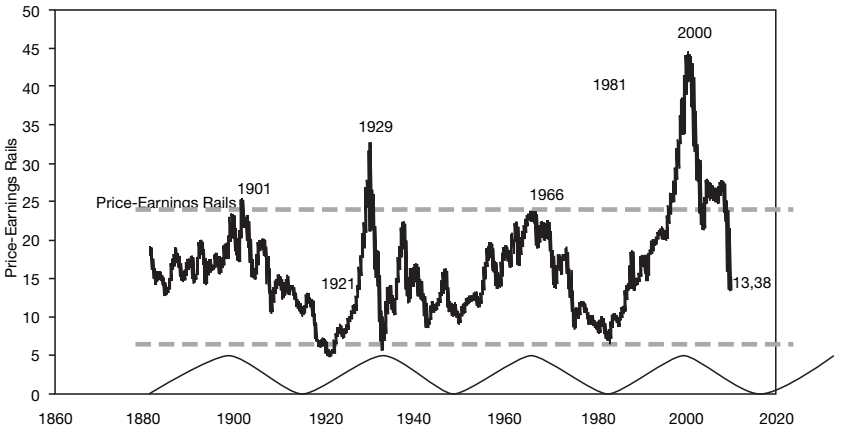
Environnement fondamental médiocre et tension des primes de risque

Les perspectives données dans la troisième partie ne sont guère encourageantes pour la croissance des économies occidentales et donc pour les espérances de profit des entreprises. Rappelons que, sur longue période, le taux de croissance des profits est extrêmement proche de celui du PIB. Si le PIB décroche et reste bloqué vers le zéro (voire en deçà), cela signifie que les profits subiront le même chemin. De plus, la reprise de volatilité du PIB et de l'inflation soutiendra l'exigence d'une prime de risque plus élevée. Le graphique 15.8 montre l'évolution du PER glissant à long terme sur le S&P. Après les excès de 2000, le marché revient en zone basse. Il est assez probable que le retour de balancier soit encore plus violent et s'accompagne d'un retour sur des points bas extrêmes (autour de 7).

En résumé, les perspectives de taux de croissance des profits sont moroses, voire négatives. Cela devrait se cumuler avec une poursuite des tensions des primes de risque. C'est donc synonyme de marché plat (au mieux) et plus probablement de marché baissier : le *bear market* est encore en place pour longtemps, et c'est tout particulièrement le cas en termes réels. L'éventuel démarrage de l'inflation sera une mauvaise nouvelle pour les actions (hausse des taux, augmentation du taux de dividendes, augmentation de la volatilité du PIB nominal et des profits réalisés, détérioration de la visibilité économique…). En prix nominaux, l'inflation peut, grâce à son voile, permettre aux marchés de baisser sans que cela se voie et donner ainsi l'illusion d'un *flat market*.

© Groupe Eyrolles

Graphique 15.8 – PER glissant du S&P



(Source : Robert Schiller.)

Si l'on regarde le *price earning* de long terme du S&P, on observe qu'après un sommet historique absolu en 2000, le PER s'est fortement replié pour revenir sous sa moyenne de long terme. Cependant, l'histoire montre qu'après un excès significatif (et 2000 en était un), le PER tend à se diriger vers des zones très basses (jusqu'à 5). Ce fut le cas après 1901, 1929 et 1966, c'est-à-dire à chaque grand *bear market* de l'histoire. Dans ce contexte, la baisse des actions aurait de beaux jours devant elle. Pour atteindre cet objectif, les prix des actions devraient, toutes choses égales par ailleurs, être encore divisés par plus de deux...

Par ailleurs, on peut observer une cyclicité assez forte avec des sommets tous les 30-35 ans. Il faudrait donc attendre 2030-2035 pour voir une nouvelle vague d'euphorie se matérialiser sur les marchés actions. Pendant ce temps, le cycle baissier devrait œuvrer jusqu'en 2020 environ (mais la cyclicité est moins claire sur les creux de marché) en ramenant progressivement le PER du marché sous la marque des 10 et possiblement vers 7 ou 5.

© Groupe Eyrolles

Le cycle baissier commence en 2000

À première vue, et surtout si l'on regarde le graphique du Dow Jones, on peut penser légitimement que le *bear market* commence en juillet 2007 puisque c'est à ce moment-là que le Dow Jones effectue un sommet historique. Or, il y a tout lieu de penser que le marché baissier commence en réalité bien plus tôt, dès les sommets de 2000. En effet, tous les autres indices boursiers sont restés sous les sommets des années 2000 (le S&P a tout juste flirté avec les 1 550 sans pour autant les franchir). Le Dow Jones corrigé de l'inflation, le doute n'est plus permis : le Dow Jones n'a pas établi de nouveau sommet mais s'est contenté de re-tester les sommets de 2000.

Par ailleurs, considérer que le sommet des marchés actions a eu lieu en 2000 correspond à une réalité : la bulle spéculative des valeurs technologiques ainsi que la survalorisation de l'ensemble des actions (niveau de PER historique, prime de risque historiquement basse…) se sont arrêtées en 2000 (cf. graphique 15.8) et aucun excès palpable n'a véritablement repris l'ascendant du marché. Les excès étaient en amont, dans l'hyper-financiarisation de l'économie, le recours abusif à l'effet de levier et à l'endettement ainsi que l'hyper-consommation des ménages. Les marchés, eux, sont restés relativement prudents, refusant de s'emballer. Quand un marché a connu une bulle, il est très improbable qu'une nouvelle mania se reproduise rapidement. Voilà pourquoi le point de départ du *bear market* commence effectivement en 2000.

Durée du *bear market* et cycles boursiers

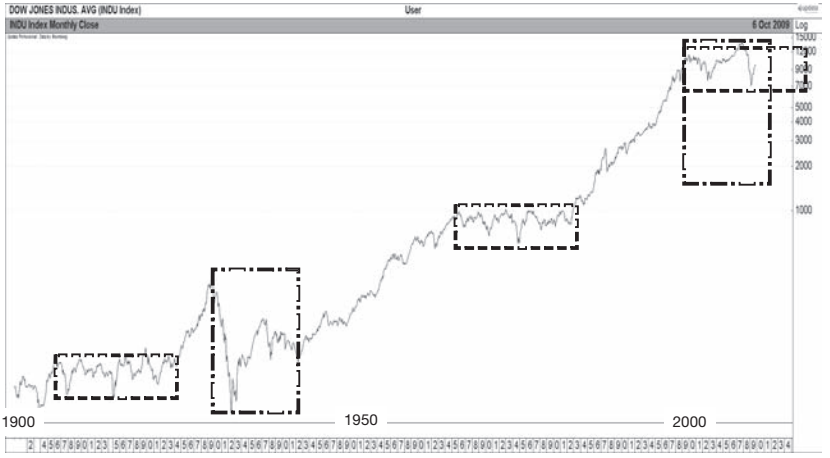
Nous avons déjà abordé l'analyse des cycles à propos de l'économie, il est donc logique de voir ce que l'analyse des cycles propose comme scénarios possibles. Tout d'abord, il nous est apparu intéressant d'analyser les précédentes périodes baissiè-

© Groupe Eyrolles

res pour voir comment le marché s'était comporté et combien de temps elles avaient duré. Ensuite, nous avons sélectionné plusieurs méthodes d'analyse de cycle afin de pouvoir établir des pronostics sur la durée la plus probable de ce *bear market*.

Depuis la création de l'indice Dow Jones en 1896, on dispose de trois exemples de *bear market*. Un seul est dévastateur et court en temps (1929-1942) tandis que les deux autres sont extrêmement similaires, tant dans la durée que dans la forme ou l'ampleur de la correction. Nous avons encadré les cas historiques sur le graphique 15.9 et projeté ces scénarios depuis 2000.

Graphique 15.9 – Indice Dow Jones depuis sa création



(Source : Bloomberg, Updata.)

Le premier type de *bear market* est celui qui suit la crise de 1929 et qui se prolonge pratiquement jusqu'en 1942. Le point bas de ce cycle a été atteint dès juin 1932, mais si l'on corrige l'excès intervenu entre 1931 et 1932 et la vive réaction qui a suivi, la phase dépressive s'est bien prolongée jusqu'en 1942. Ce n'est qu'à partir de cette date (qui correspond aussi à la date d'entrée en guerre des États-Unis dans le conflit mondial) que les pers-

© Groupe Eyrolles

pectives ont changé et qu'un vrai marché haussier s'est mis en place. La durée s'étale ainsi sur douze ans et sept mois. Cependant, si l'on examine l'évolution de l'indice réel, on s'aperçoit que l'indice reste faible jusqu'en 1948, le véritable décollage ne commençant qu'après 1948. La durée du *bear market* serait alors d'environ dix-neuf ans.

Le deuxième cas de *bear market* est celui intervenu de février 1966 à août 1982. Il s'agit là plutôt d'un *flat market*, le marché évoluant à l'intérieur d'un vaste tunnel (entre 500 et 1 000) et tapant à plusieurs reprises les bornes hautes et basses de ce dernier. Les variations sont donc mesurées mais nombreuses, marquant l'indécision du marché. La dernière phase d'indécision se produit en 1982 pendant la phase de récession. C'est seulement après l'été 1982 qu'une tendance haussière durable se dessine. Elle se prolongera jusqu'aux années 2000. La durée totale de ce *bear market* est de seize ans et six mois. Par sa forme et sa durée, ce *bear market* s'assimile à celui constaté au début du XX^{e} siècle.

Adapté à la situation d'aujourd'hui, le *bear market* pourrait donc légitimement durer un minimum de treize ans, c'est-à-dire se prolonger jusqu'en 2013-2015. Pour ne fâcher personne, ce serait une excellente nouvelle ! En effet, si l'on regarde le cas du Nikkei, on constate avec effroi que le marché japonais est toujours dans un cycle baissier entamé en 1990 et que rien ne permet de penser qu'il en est sorti. C'est donc, dans ce cas, au moins vingt ans de *bear market* et potentiellement trente ou quarante ans… Si l'on se concentre sur le cas du marché français, on observe plusieurs situations de cycle baissier : 1857-1871 ; 1882-1921 ; 1929-1940 ; 1961-1978. La durée s'étale ainsi de onze ans (1929-1940) à trente-neuf ans (1882-1921). La perspective d'un grand *bear market* de plus de vingt ans ne peut donc être totalement exclue, d'autant plus que, dans une perspective historique, le XX^{e} siècle semble avoir été particulièrement favorable, ce qui a peu de chances de se reproduire ce siècle-ci. Une

© Groupe Eyrolles

correction de l'ensemble de ce méga-cycle ne peut donc pas être écartée.

Le cycle de Martin Armstrong

Martin Armstrong, personnage pour le moins controversé et faussaire de haut vol, dit avoir trouvé un cycle parfait de 8,6 années en partant d'une hypothèse très naïve : il a observé la période 1683-1907 (deux dates marquées par des crises boursières) et a ensuite divisé la durée entre ces deux dates (224 années) par le nombre de paniques boursières observées sur la période (26 au total). Le ratio ainsi obtenu est d'environ 8,6. Il fait alors un certain nombre de constatations, notamment que six périodes de 8,6 années ont une durée de 51,6 années très proche d'un cycle type de Kondratiev. Il donne à cette durée une dimension magique et presque ésotérique en remarquant que 8,6 années correspondent à 3 141 jours, soit le nombre Pi multiplié par 1 000, ce qui semble renforcer à ses yeux la pertinence de sa trouvaille.

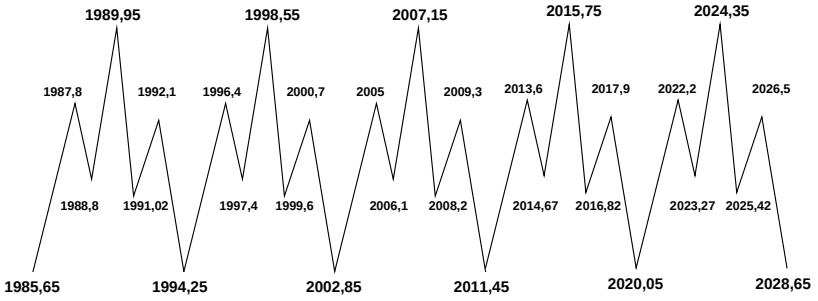
Il décompose son cycle en plusieurs phases (un premier représentant 1/4 du cycle suivi par quatre périodes d'une durée de 1/8 de cycle – soit environ un an chacune – terminées par une dernière période de 1/4 de cycle). Il propose ainsi des décompositions intéressantes qui semblent avoir fort bien fonctionné dans le passé. En sera-t-il de même pour l'avenir ? Pour autant, la synchronicité de ces cycles n'est pas nécessairement très claire (1907 ne cale pas avec 1929 mais avec 1932, puis c'est un peu la même chose avec les dates qui suivent).

Le cycle d'Armstrong mentionne bien un haut de cycle en début d'année 2007 (2007.15), ce qui n'est guère éloigné de la réalité et suggère un bas de cycle en 2011. L'avenir dira si l'ordonnancement avancé par Armstrong se réalise. Un tel déterminisme dans les cycles me paraît improbable, le risque étant de trouver à certains moments des inversions de cycles, comme cela semble

© Groupe Eyrolles

avoir été le cas au premier trimestre 2009 où un point extrême a effectivement été trouvé, mais à l'opposé du cycle d'Armstrong (un point bas majeur au lieu d'un pic…).

Graphique 15.10 – Cycle d'Armstrong



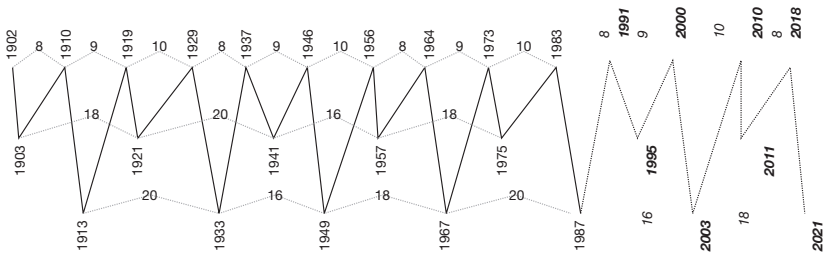
(Source : Princeton Economic Institute.)

Le cycle de Benner

Samuel Benner, un fermier prospère du XIX^e^ siècle, avait eu la malchance de se ruiner pendant l'épidémie de choléra de 1873. Pendant sa retraite, il étudia les causes et le timing des fluctuations économiques. Il publia un livre d'anticipation sur les matières premières pour la période de 1876 à 1904. Le cycle de Benner est un cycle de neuf ans incluant des déviations de plus ou moins un an. A.J. Frost, le coauteur avec Robert Prechter d'un best-seller sur la théorie des vagues d'Elliott, reprit la théorie de Benner en établissant qu'historiquement, les sommets du Dow Jones suivaient un cycle régulier de 8, 9 et 10 ans tandis que les points bas majeurs suivaient un cycle de 16, 18 et 20 ans. Au final, un grand cycle intégrant ces trois séquences a une durée de 54 ans, exactement la durée type d'un cycle tel que mentionné par Kondratiev. Pas de surprise alors de constater que la correspondance avec les cycles économiques est assez forte. Le graphique 15.11 représente l'adaptation du cycle de Benner par Frost, mis à jour par mes soins.

© Groupe Eyrolles

Graphique 15.11 – Cycle de Benner adapté par Frost sur le Dow Jones



PEAKS:8-9-10, repeat. TROUGHS: 16-18-20, repeat. MAJOR TROUGHS: 16-18-20, repeat.

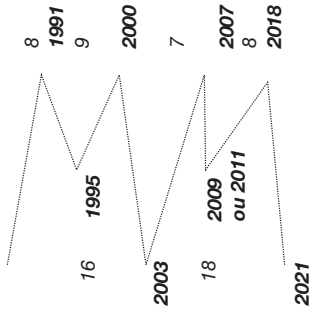
Le cycle fonctionne bien, notamment pour ce qui est du sommet de 2000 et du creux de 2003. En revanche, sur la toute dernière période, il semble que le sommet attendu en 2010 ait été plus rapide à venir (2007) et que le creux attendu en 2011, s'il reste encore possible, pourrait néanmoins avoir été celui constaté début 2009. Le reste du cycle peut être conservé.

Toutefois, il convient de noter que les points indiqués sur ce schéma ne coïncident pas forcément avec des points extrêmes majeurs (par exemple, le point de départ du cycle haussier situé en 1982 n'est pas mentionné). De plus, sur la période 1982-2000, le cycle haussier est tellement fort qu'il est difficile de retenir des points extrêmes. Enfin, l'observation du graphique du Dow Jones en termes réels permet de retrouver des points extrêmes majeurs (notamment sur la période 1929-1949). Très peu d'erreurs notables sont à reprocher.

En termes de perspective, si l'on considère que 2000 est le sommet majeur du cycle de hausse, le cycle de Benner suggère que la fin de ce cycle se situe vers 2021, même si, comme en 1949, il peut ne pas être le plus bas de la période (cf. graphique 15.11 *bis*).

© Groupe Eyrolles

Graphique 15.11 bis



En conclusion, la durée moyenne des cycles longs sur les actions américaines semble s'établir entre 16 et 20 ans. Par ailleurs, la durée moyenne des *bear markets* historiques semble converger vers cette durée, et cela est par ailleurs cohérent avec ce que nous avons constaté sur les matières premières au chapitre 13. En conséquence, la fin possible du *bear market* initié en 2000 devrait intervenir entre 2016 et 2020.

Analyse graphique du marché américain

Graphique 15.12 – Indice S&P 500

(Source : Bloomberg, Updata.)

© Groupe Eyrolles

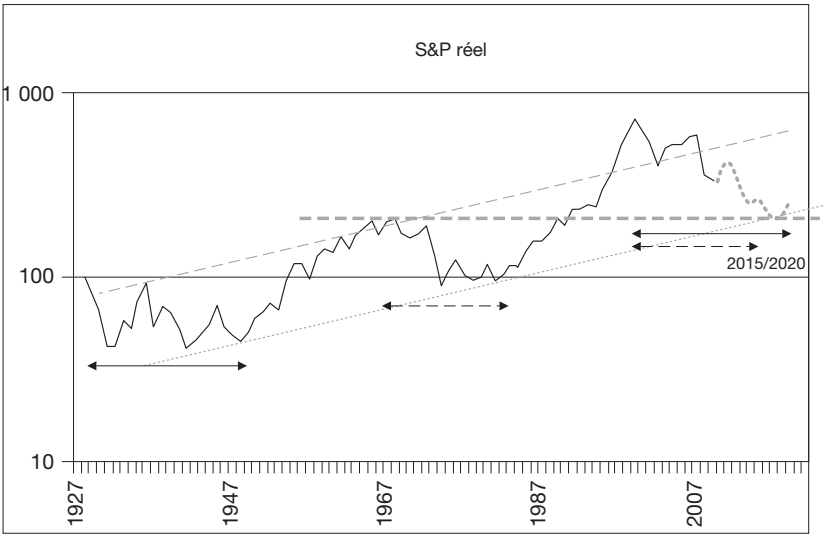
Le canal haussier de long terme est particulièrement édifiant. Il fonctionne depuis les années 1930. La dernière phase d'accélération haussière a permis au S&P de tester le sommet de son canal pour ensuite buter sur le seuil des 1550 à deux reprises en 2000 et 2007. La grosse zone de support qui avait servi de support en 2002 et 2003 vers 800 a été enfoncée au début 2009. En dépit de la réintégration de ce seuil dans le rallye qui a suivi, l'analyse graphique milite très fortement pour un retour sur le fond du canal haussier situé actuellement sur la zone des 500.

Si l'objectif du marché est donc bien de revenir sur le fond du canal, le cheminement pour y parvenir sous-entend plusieurs scénarios. Le premier, le plus probable, suppose une reprise de la baisse, l'enfoncement des points bas de 2009 vers 675 et la chute vers le fond du canal vers 500. Le deuxième scénario, moins probable mais possible, suggère le développement d'une longue période de stabilisation/correction depuis le point bas de mars 2009 à l'intérieur d'un vaste *trading range* 700 – 1000/1100. Si cette stabilisation dure deux à trois ans, le fond du canal pourrait être touché à plat (de façon horizontale, par opposition à un mouvement vertical).

De toute évidence, à moins d'envisager la fin du monde, le fond du canal baissier devrait offrir une zone de soutien puissante et permettre l'établissement d'un point bas majeur avant le développement d'un rebond durable.

© Groupe Eyrolles

Graphique 15.13 – Indice S&P en termes réels



Le graphique du S&P en termes réels semble encore plus clair que le graphique nominal.

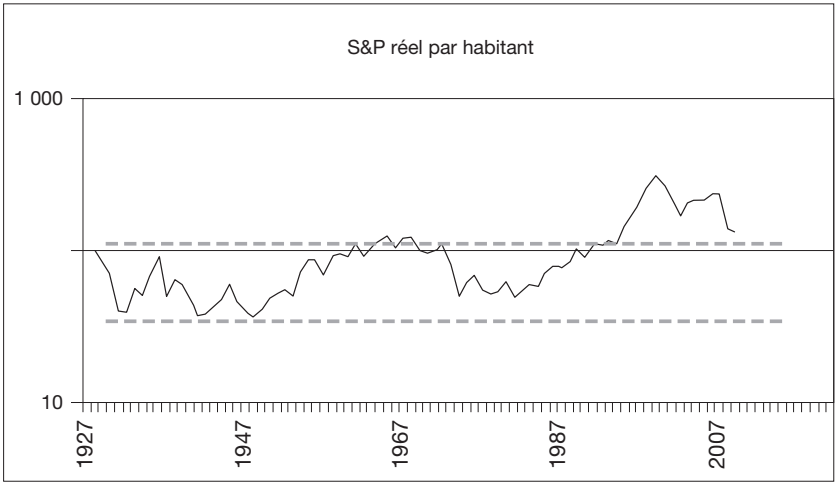
On voit l'accélération de la fin du millénaire et la sortie du canal haussier. Cet excès doit être corrigé par un retour vers le fond du canal haussier de long terme et par un retour possible vers les anciens sommets des années 1960 (droite de support).

Le scénario représenté en pointillé sur le graphique présente ainsi une dégradation lente jusqu'à 2017 environ, c'est-à-dire une durée approximativement équivalente à celle du *bear market* des années 1930.

Le retour sur le fond du canal supposerait alors une dégradation supplémentaire d'environ 30 à 40 % en termes réels depuis la clôture de décembre 2008.

© Groupe Eyrolles

Graphique 15.14 – Indice S&P réel par habitant



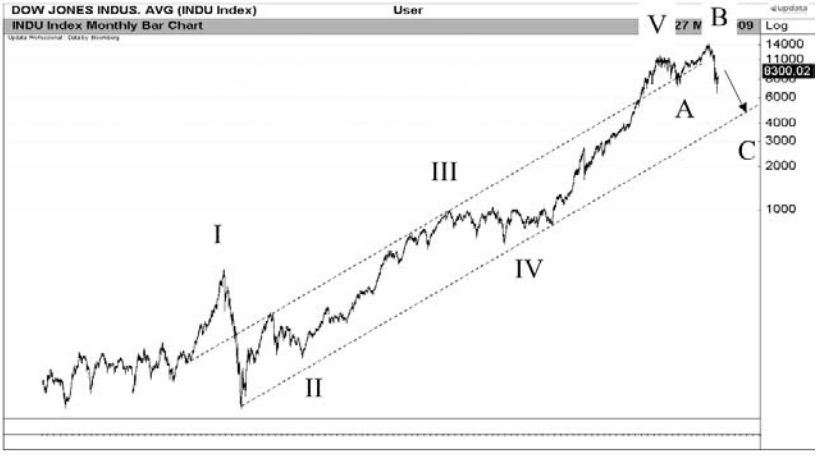
Le graphique présente le S&P réel par habitant, c'est-à-dire le S&P nominal corrigé de l'inflation et de la croissance démographique. Cela permet de visualiser la vraie valeur ajoutée de l'indice par habitant.

On constate assez logiquement que l'essentiel de la tendance du S&P réel observé précédemment est en fait dû à la croissance démographique. Ainsi, entre le sommet de 1929 et celui des années 1960, le S&P par habitant est quasiment identique. Cela permet de corriger certaines illusions sur la folle création de richesse… En revanche, la mania sur les actions de la fin du millénaire a permis une augmentation sensible (2,5 fois plus élevée que dans les années 1960) et une sortie à la hausse de ce qui semblait être un *trading range* de long terme. Cette exagération confirme le degré extrêmement spéculatif des marchés actions sur la période.

La correction entamée depuis 2000 devrait au moins ramener le S&P réel par habitant sur le seuil des années 1960 et très probablement en dessous. Historiquement, une correction par un facteur 3 a pu être constatée.

© Groupe Eyrolles

Graphique 15.15 – Décomposition elliottiste long terme sur le Dow Jones depuis le XX^e siècle



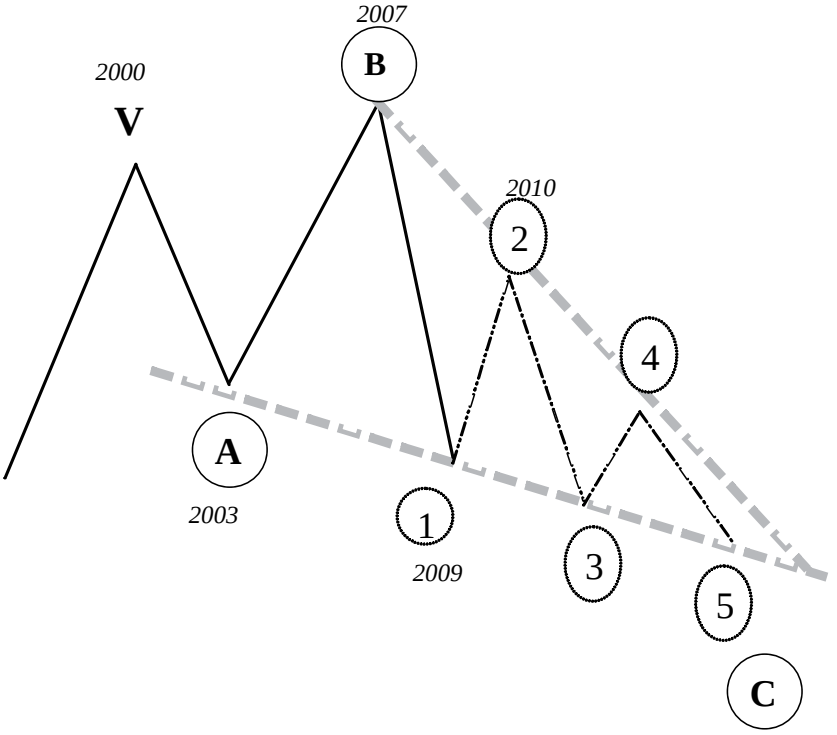
(Source : Bloomberg, Updata.)

La décomposition elliottiste de long terme sur le Dow Jones permet de considérer tout le XX^e siècle comme une immense vague haussière décomposée en cinq temps. Le principe d'alternance des vagues de correction II et IV est bien respecté : vague ultra-destructrice pour la vague II et vague plate et longue pour la vague IV. On remarque aussi que les vague III et V sont d'ampleur comparable en temps et en amplitude, même si la vague V est un peu plus puissante que la III. Cela confirme donc la force du dernier cycle haussier. En effet, la vague III est théoriquement la plus forte, or il apparaît bien qu'ici c'est la cinquième vague qui s'est avérée la plus performante (tant en termes nominaux que réels, cf. *supra*). La puissance de cette vague V et de ce dernier cycle haussier est aussi perceptible dans le fait que le grand cycle correctif qui suit (mouvement en trois temps A, B, C) a pu inscrire un nouveau sommet historique pendant la vague B. La grande vague de correction qui s'est mise en place depuis 2000 est donc complexe (le fait que la vague B dépasse l'ancien sommet confirme le principe de vague irrégulière). Par ailleurs,

© Groupe Eyrolles

il faut considérer que cette grande vague de correction doit corriger tout un cycle haussier séculaire. En temps, cela pourrait correspondre à 23 % ou 38 % du *bear market* (soit entre 25 et 40 ans environ). En amplitude, étant donné l'impact monétaire, il est beaucoup plus difficile d'établir un objectif consistant. Néanmoins, une rechute vers les 4 000 points sur le Dow serait assez probable. Le graphique 15.14 détaille l'évolution que pourrait prendre cette vague de correction. Toutefois, il faut bien considérer qu'il y a de fortes chances pour que le schéma effectivement adopté soit encore plus complexe.

Graphique 15.16 – Schéma elliottiste baissier



© Groupe Eyrolles

Schéma elliottiste complexe et long en temps

Il considère une vague A (2000-2003) puis une correction en vague B (2003-2007), suivie par le développement d'une longue et complexe vague C entamée en 2007.

Celle-ci serait complexe et développerait une figure de type triangulaire en cinq temps.

Le point bas atteint en mars 2009 serait la vague 1, et le *bear market rallye* entamé en 2009 constituerait la vague 2. Le marché repartirait ensuite à la baisse pour former la vague 3. Il devrait donc enfoncer les points bas de 2009. La durée totale de la vague C pourrait approcher une dizaine d'années.

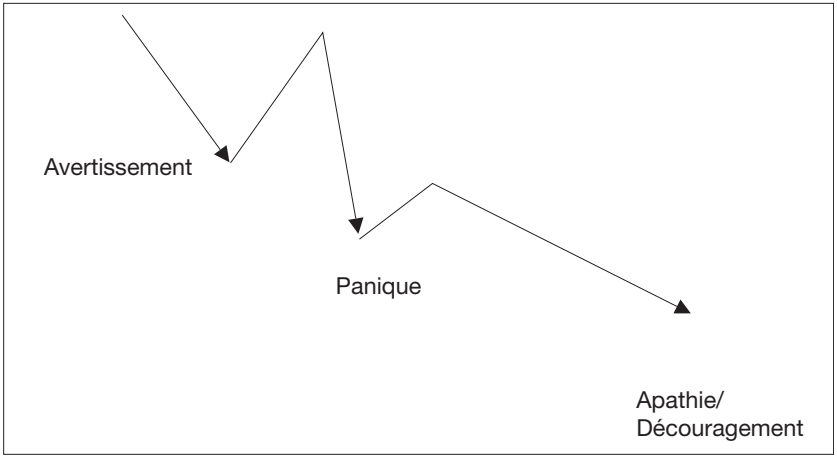
Le schéma elliottiste, qui a notre préférence, permettrait également d'être en phase avec l'évolution psychologique des investisseurs pendant un *bear market*. Un *bear market* est généralement composé de trois étapes psychologiques :

- la première phase de baisse s'interprète comme une correction à l'intérieur d'un marché haussier. Les investisseurs y voient donc comme un avertissement et ils se découragent rarement à ce moment-là. Au contraire, ils font par la suite plusieurs tentatives et le marché peut remonter assez significativement, faisant oublier les craintes initiales ;
- quand la deuxième salve de baisse se produit, le marché est pris violemment à revers, et une véritable panique s'en empare. La peur dirige les mouvements du marché. Les mouvements haussiers qui suivent ce choc baissier ne convainquent personne et sont essentiellement le fruit de rachat de positions vendeuses ;
- les mouvements de reprise de la baisse qui se développent ensuite se font dans l'apathie générale. Les investisseurs ont abandonné la partie. Ils sont foncièrement découragés. Cette phase est souvent la plus longue car, si la panique est très courte (un processus de peur absolue ne peut pas se

© Groupe Eyrolles

prolonger dans le temps), cette phase d'apoplexie nécessite du temps : elle doit user un à un les plus coriaces jusqu'à les avoir totalement découragés.

Graphique 15.17 – Cycle psychologique d'un bear market *sur les actions*



Le marché français et le CAC 40

Le CAC 40 depuis 1854

Il n'y avait pas jusqu'à présent de références long terme sur un indice français comme cela existe pour le Dow Jones ou le S&P 500. Mais heureusement, David Le Bris, étudiant en économie à Paris IV, a produit un travail remarquable et utile en reconstruisant un indice CAC 40 depuis 1854 en utilisant des critères de calcul et de sélection des quarante valeurs extrêmement proches de ceux utilisés aujourd'hui dans la composition du CAC 40. Ce travail de reconstitution et d'analyse est l'objet d'une thèse de doctorat et je remercie l'auteur d'avoir bien voulu

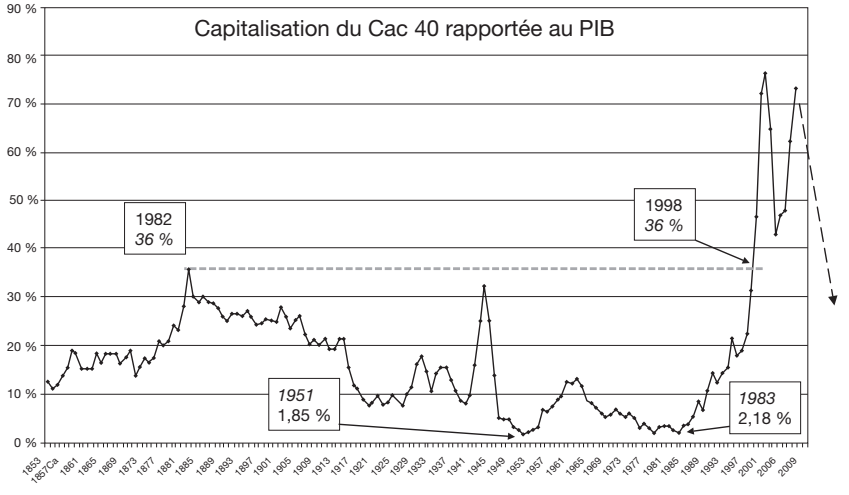
© Groupe Eyrolles

mettre à ma disposition une partie de son contenu, et en premier lieu l'indice CAC 40 recomposé.

Une remarque sur les performances de long terme de l'indice parisien comparées à celles de son homologue américain : elles sont très décevantes. Les investisseurs ayant choisi l'Amérique ont bien fait, surtout s'ils ont pu le faire il y a plus d'un siècle. La France a été une zone d'investissements décevante et elle le doit principalement aux conséquences destructrices des deux guerres. Cela se retrouve par ailleurs dans le taux de croissance moyen de l'économie, nettement supérieur outre-Atlantique.

Le poids de la Bourse dans l'économie n'a, contrairement aux pays anglo-saxons, jamais été très significatif. Comme l'indique le graphique 15.18, la moyenne de la capitalisation boursière des quarante plus grosses valeurs représente environ 20 % du PIB (de 1854 à aujourd'hui).

Graphique 15.18 – Capitalisation boursière des actions du CAC 40 en pourcentage du PIB

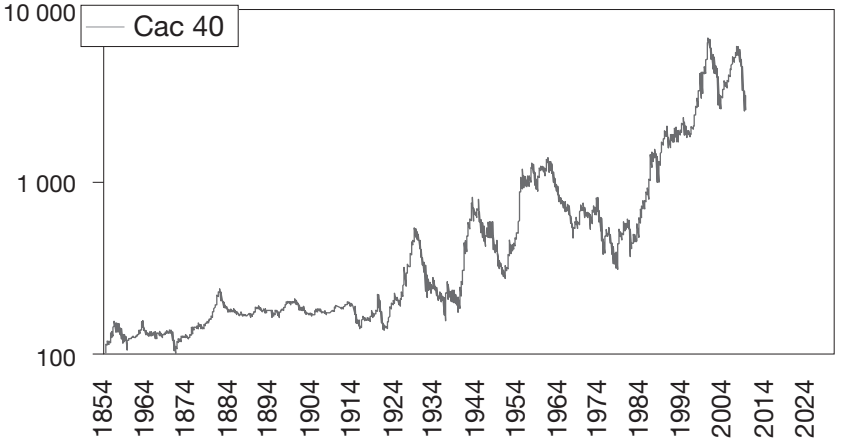


(Source : D. Le Bris, INSEE.)

© Groupe Eyrolles

Après l'élection de François Mitterrand et le vaste programme de nationalisations, ce ratio est proche de 2 %. Depuis ce point bas historique, c'est une croissance régulière soutenue et, depuis la fin du millénaire, tous les plafonds ont été crevés et la capitalisation boursière a avoisiné les 80 % du PIB. La crise économique et financière devrait logiquement faire revenir ce ratio sous les 40 % et un retour vers la moyenne historique des 20 % ne peut être exclu. Les entreprises auront du mal à lever de l'argent en Bourse et les augmentations de capital et les introductions seront rares. Certaines entreprises disparaîtront de la cote, de gré ou de force (nationalisations, faillites, rachat du flottant par l'entreprise…). Pour développer leur activité, les entreprises préféreront émettre des obligations plutôt que de diluer davantage des actionnaires déjà mécontents. L'arrivée d'une ère plus étatique confirme cette prévision (cf. partie 2).

Graphique 15.19 – Représentation graphique de l'indice CAC 40 depuis 1854



(Source : D. Le Bris.)

La présentation historique de l'indice CAC 40, sur le graphique 15.19, est assez édifiante : depuis 1854, on peut iden-

© Groupe Eyrolles

tifier cinq grandes phases de hausse (1871-1882 ; 1921-1929 ; 1936-1943 ; 1951-1961 ; 1978-2000), chaque fois de plus en plus dynamiques et assez brèves (entre sept et dix ans, à l'exception de la dernière d'une durée exceptionnelle de 22 ans) et interrompue par des corrections très sévères mais également courtes en temps (à l'exception de la très longue correction 1882-1921). Attention toutefois, ce graphique ne prend pas en compte le versement et le réinvestissement possible des dividendes versés tout le long de la période, ce qui contribue à dégrader la performance perceptible de l'indice.

L'intégration des dividendes

La performance brute du CAC 40 pourrait sembler assez décevante, mais il convient de souligner le fait que cet indice ne prend pas en compte les dividendes versés. Le graphique 15.20 mentionne justement les taux de dividendes versés chaque année par les entreprises du CAC 40. En réintégrant les dividendes, la performance du CAC 40 devient beaucoup plus attractive et dépasse toutes les autres classes d'actifs. La performance annuelle moyenne est pratiquement doublée (elle passe d'environ 4 % à près de 8 %), soit un taux nettement supérieur au taux moyen de l'inflation situé pour sa part à 5,7 % ainsi qu'au taux de rendement moyen d'un investissement obligataire (5,8 %).

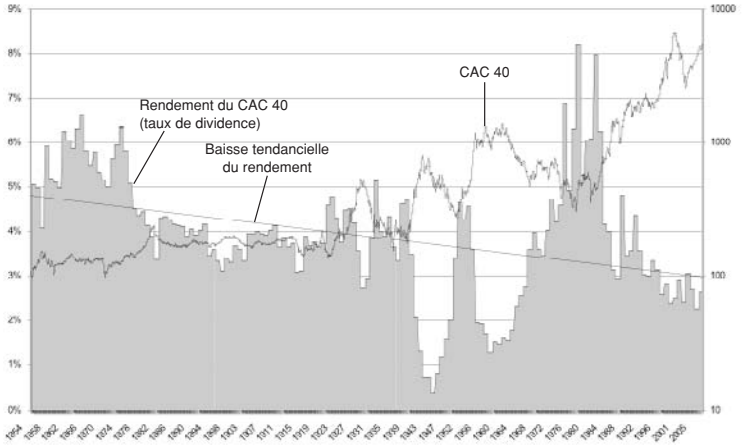
Par exemple, on constate que le taux de dividende moyen entre 1854 et 1920 avoisinait les 4 %. Dans ces conditions, l'absence de tendance sur l'indice est largement compensée par le rendement offert, et ce, d'autant plus que l'inflation sur la période est quasiment nulle.

On peut également noter qu'à chaque correction baissière significative le taux de dividende progresse significativement, comme c'est le cas au début des années 1960 puis à la fin des années 1970 jusqu'au début des années 1980. Ce schéma historique

© Groupe Eyrolles

semble donc confirmer l'analyse sur les dividendes selon laquelle le taux de dividende a de très fortes chances de remonter sensiblement. Sur le CAC 40, ce dernier pourrait ainsi remonter sur la zone des 5 %, voire au-delà. L'intégration de dividendes nettement plus attractifs devrait donc à l'avenir tempérer les perspectives maussades établies à l'aide de l'analyse graphique.

Graphique 15.20 – CAC 40 et taux de rendement du CAC 40 (%)



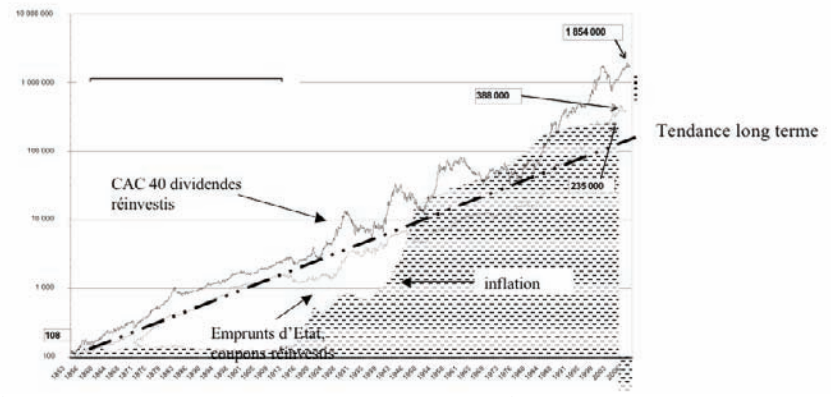
(Source : D. Le Bris.)

Le graphique 15.21 superpose les performances d'un investissement en obligations et en actions du CAC 40 recomposé ainsi que de l'inflation. Il permet de bien visualiser la nette surperformance des actions sur l'obligataire. De plus, le graphique met en évidence la période d'exubérance haussière entamée au début des années 1980 jusqu'à 2007. Pendant cette période, les deux classes d'actifs sont sorties littéralement du cadre en accélérant au-delà des vitesses jusque-là connues alors que l'inflation était très modérée. Un retour sur les tendances de long terme paraît inévitable. Il devrait donc s'accompagner d'une longue période de stabilisation ou de correction.

© Groupe Eyrolles

Par ailleurs, si l'environnement économique devenait plus inflationniste, il est clair que l'investissement obligataire serait certainement un des pires. Dans le passé, l'investissement en actions n'a jamais été très performant en période inflationniste et, même s'il s'avère meilleur que les obligations, il ne devrait guère être attractif et a peu de chances de protéger l'investisseur de la dégradation de la valeur de la monnaie.

Graphique 15.21 – Performances d'un investissement en actions et en obligations depuis 1854



(Source : INSEE, Friggit, Banque de France, D. Le Bris.)

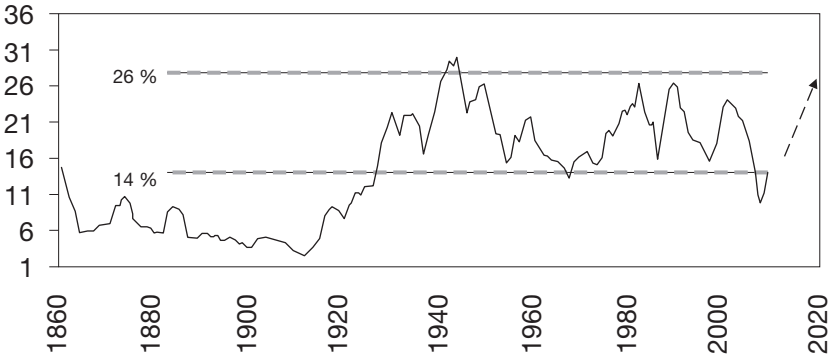
Volatilité à long terme

Le graphique 15.22 représente l'évolution de la volatilité moyenne sur quatre ans de l'indice CAC 40. En 2007, pour la première fois depuis les années 1930, la moyenne de la volatilité historique sur quatre ans passait sous le seuil de soutien des 14 %. Cette moyenne est ainsi descendue jusqu'au niveau des 10 %. La dislocation du marché actions qui a suivi en 2008 a conduit à un renversement brutal de la volatilité qui entraînait ainsi une réintégration au-dessus des 14 %. Étant donné le contexte général et cette configuration particulière, l'hypothèse

© Groupe Eyrolles

la plus probable est désormais le maintien d'une volatilité élevée. La moyenne glissante sur quatre ans a ainsi de fortes chances de retester la zone de résistance supérieure située vers 26 %. Cela sous-entend un niveau de volatilité élevée (évoluant entre 15 % au plus bas et 30 % au plus haut) pour les cinq à dix ans à venir.

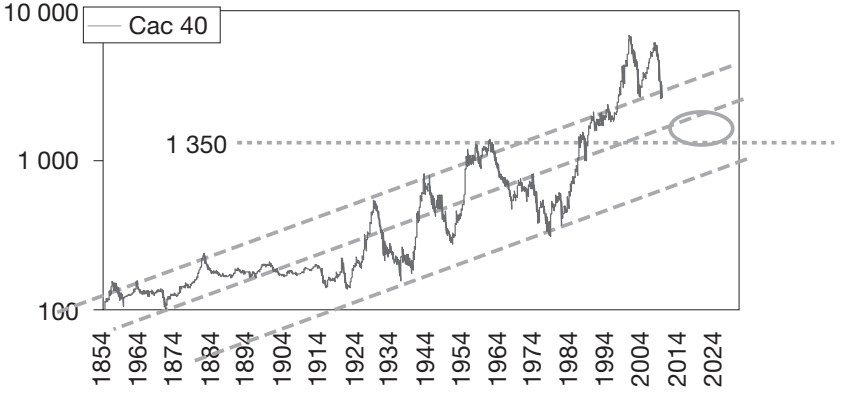
Graphique 15.22 – Volatilité du CAC 40 sur 4 ans glissants



(Source : D. Le Bris.)

Analyse graphique

Graphique 15.23 – Analyse technique du CAC 40



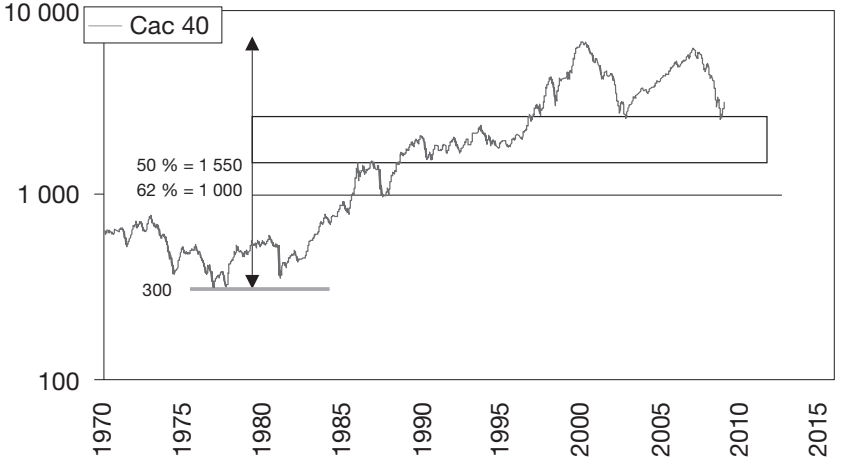
(Source : D. Le Bris.)

© Groupe Eyrolles

D'après le graphique 15.23 de long terme, nous pouvons tracer un canal haussier qui permet d'encadrer toute la période de hausse de l'indice depuis le siècle dernier. On constate que la hausse de la fin du millénaire a conduit à une sortie à la hausse de ce canal. L'indice est sur le point de réintégrer ce canal. Cela serait confirmé par une nouvelle clôture mensuelle sous les 2 800. À partir de là, une poursuite de la baisse semble probable et devrait permettre un retour près de la zone 1 350-1 550 qui correspond par ailleurs à une correction de 50 % de tout le mouvement de hausse entre 1978 et 2000.

Cette baisse pourrait s'étaler sur plusieurs années, comme nous l'avons vu avec le marché américain. Elle serait donc relativement molle et serait plus le fruit d'une désaffection des investisseurs.

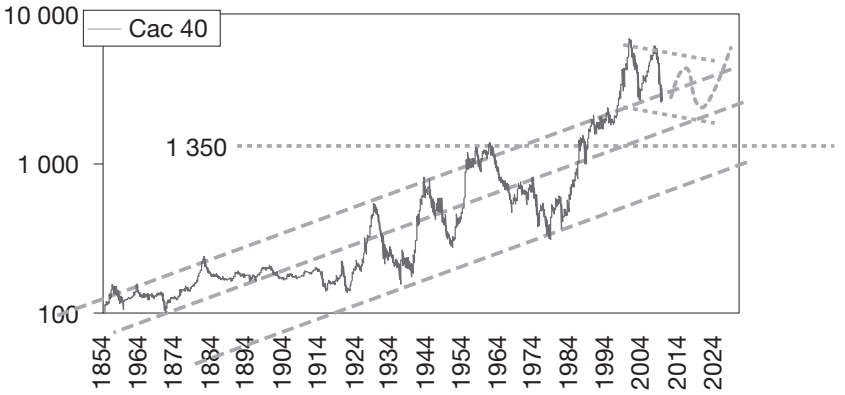
Graphique 15.24 – Analyse graphique du CAC 40 – zones de support et de retracement



(Source : D. Le Bris.)

© Groupe Eyrolles

Graphique 15.25 – Analyse graphique du CAC 40 (version « soft »)



(Source : D. Le Bris.)

> Le schéma alternatif présenté ici montre le développement d'une configuration de type « drapeau de consolidation ». L'indice continuerait à évoluer sans tendance caractéristique forte. Il pourrait certes revenir près des 2 000 points mais ne devrait pas enfoncer ce seuil. Il parachèverait ainsi la construction de son drapeau ou « flag » de long terme qui pourrait s'achever vers 2015-2020 avant de reprendre sa tendance haussière de long terme et s'élancer à nouveau vers de nouveaux sommets grâce à une nouvelle accélération (sortie du flag haussier).

Après avoir accompli un cheminement hors du commun depuis les années 1980, le CAC 40 est entré en période digestive, ce qui pourrait l'amener à poursuivre la correction entamée en 2000 et reprise en 2007. Des objectifs baissiers situés vers 2 000 ou même 1 500 ne sont pas à exclure. Cette baisse additionnelle devrait s'accompagner d'une augmentation significative des taux de dividendes et pourrait s'étendre jusqu'à la période 2015-2020.

© Groupe Eyrolles

C'est seulement à partir de là que l'investissement en actions pourrait retrouver son attractivité, au moment où plus personne ne croira à cette classe d'actifs…

© Groupe Eyrolles

Chapitre 16

Le marché immobilier

Le marché immobilier français souffre d'une mauvaise publicité après l'effondrement de certains marchés immobiliers européens et américains. Toutefois, il convient de rappeler que le marché français n'a pas connu les exagérations de ses homologues anglais ou espagnols. La situation actuelle est caractéristique d'une période de consolidation/correction : la correction se fait par les volumes et pas encore par les prix. Les prix baissent assez peu (les vendeurs refusent encore de perdre de l'argent sur leurs biens et préfèrent attendre des jours meilleurs), tandis que le nombre des transactions s'est effondré.

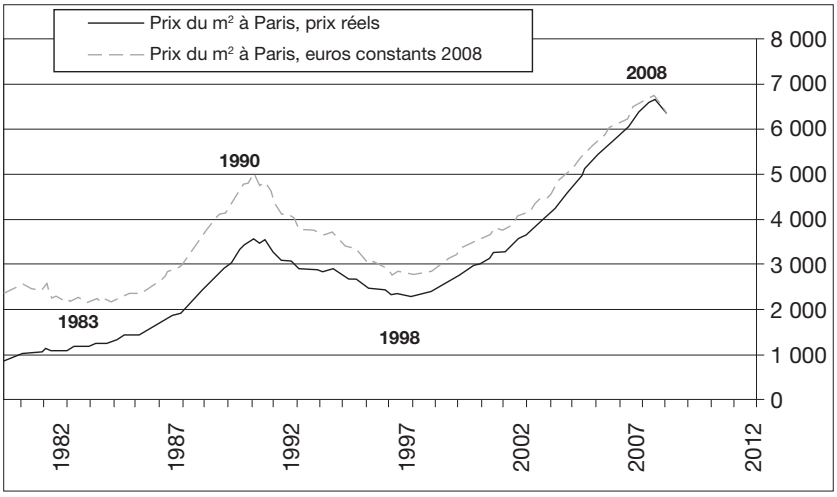
Le graphique 16.1 présente l'évolution du prix du mètre carré parisien depuis 1980 en valeur réelle et en euros constants. On constate que le sommet de 1991 en euros constants n'a été franchi qu'à la fin de 2004 et que la hausse supplémentaire reste contenue (environ 30 %). En fait, la hausse de 1998 à 2008 est, en termes réels et en pourcentage, exactement équivalente à celle de 1983 à 1990.

Le marché immobilier connaît une inertie forte. Ainsi, quand une hausse démarre, il y a de fortes chances pour qu'elle s'étende sur plusieurs années, et inversement à la baisse. Sur le graphique du prix du mètre carré parisien, la période de baisse entamée en 1991 a vu une succession de vingt-cinq trimestres de baisse quasiment ininterrompus. Puis, à partir de 1998, dix années de hausse trimestrielle consécutives ont suivi. L'amorce de baisse entamée à la fin 2008 a tout lieu d'engager un mouvement durable. Si la baisse à venir reproduisait la correction du début des

© Groupe Eyrolles

années 1990, elle entraînerait un retracement de 35 % environ, soit un retour vers les 4 500 euros par mètre carré. Si la baisse se limitait à 20-25 %, les prix reviendraient vers 5 000-5 400, soit vers le prix du mètre carré du pic de 1991 en euros constants.

Graphique 16.1 – Prix du mètre carré à Paris en termes nominaux et en euros constants 2009



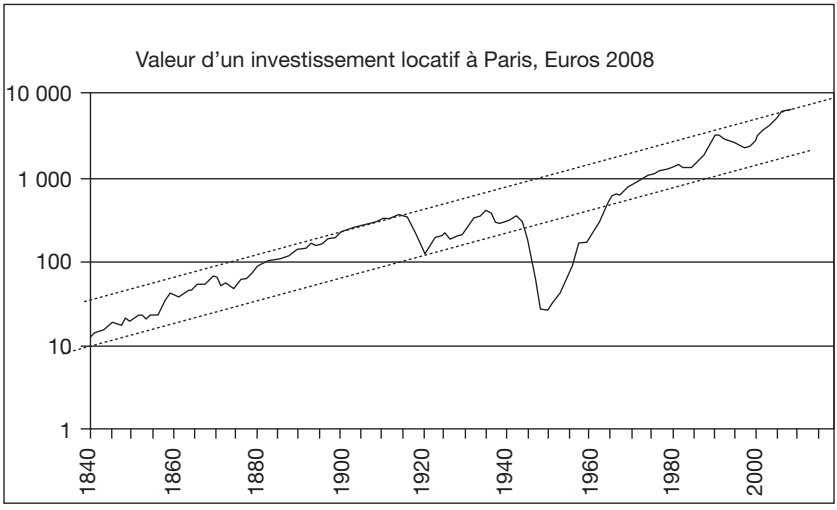
(Source : Chambre des notaires, INSEE.)

Sur une période de long terme, l'investissement immobilier dépend de plusieurs facteurs déterminants : l'inflation, la croissance des revenus, les taux d'intérêt, le niveau d'aversion au risque des investisseurs sur les autres classes d'actifs, la fiscalité ou l'encadrement du niveau des loyers. La période qui s'achève (entre 1980 et 2008) a vu une formidable baisse des taux qui a fortement favorisé le recours à l'emprunt pour effectuer des opérations immobilières. Une grosse partie de la hausse s'explique donc par le faible niveau des taux longs et courts. Le graphique 16.2 représente l'évolution de la valeur d'un investissement locatif à Paris en euros constants 2008 de 1840 à 2008. De 1840 à 1916, la hausse quasi ininterrompue de l'investisse-

© Groupe Eyrolles

ment immobilier s'explique par la combinaison de taux faibles, d'une croissance soutenue et d'une très forte attractivité pour la capitale (cf. exode rural). La période 1916-1948 est ensuite marquée par un ensemble de drames et d'incertitudes qui ont pénalisé l'investissement immobilier. La très forte poussée inflationniste observée entre 1943 et 1950 (avec une inflation frôlant les 50 %) a conduit les autorités à imposer un contrôle drastique des loyers, ce qui a conduit à un désintérêt vis-à-vis de l'immobilier, l'empêchant ainsi de s'indexer à la poussée inflationniste et l'entraînant finalement dans une chute extraordinaire (division par plus de dix en monnaie constante). Le prix nominal des appartements n'avait pratiquement pas bougé, alors que les prix à la consommation explosaient, d'où une perte monumentale pour les propriétaires. Le déblocage du prix des loyers suite à la loi de 1948 permit une folle envolée des prix immobiliers, juste retour des choses. En vingt ans (de 1950 à 1970), les prix immobiliers explosaient, rattrapant ainsi leur retard.

Graphique 16.2 – Valeur d'un investissement locatif à Paris depuis 1840

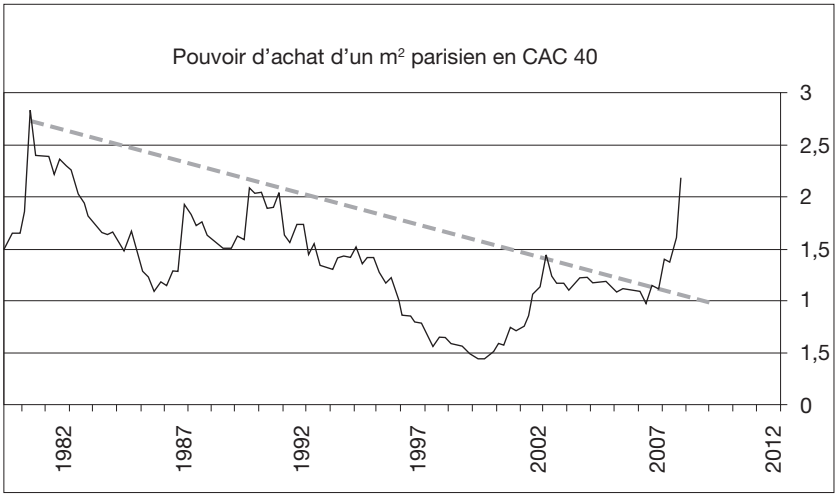


(Source : Friggit, INSEE, Bloomberg.)

© Groupe Eyrolles

Nous avons vu qu'à court terme les risques d'une correction l'emportaient largement ; à long terme, l'immobilier devrait rester un investissement recherché. Tout d'abord, l'éventuelle reprise de l'inflation devrait pénaliser les autres classes d'actifs (actions et obligations) en augmentant leur prime de risque. L'immobilier pourrait alors constituer une valeur refuge légitime (intérêt pour les biens tangibles : préférence pour l'investissement en pierre plutôt qu'en papier). Le graphique 16.3 illustre le pouvoir d'achat d'un mètre carré parisien en unité de CAC 40, il y a de très bonnes chances pour que celui-ci poursuive le rétablissement entamé dès le début des années 2000.

Graphique 16.3 – Pouvoir d'achat d'un mètre carré parisien en indice CAC 40



(Source : Chambre des notaires, INSEE, Bloomberg.)

Ensuite, l'histoire confirme que l'immobilier est, avec les matières premières, une des classes d'actifs les plus performantes en période d'inflation. Il y a donc de bonnes chances de pouvoir maintenir la valeur réelle de son investissement.

© Groupe Eyrolles

Cependant, au-delà des péripéties éventuelles de court terme (correction de 20 à 30 %), le vrai risque de l'immobilier est un risque politique, comme ce fut le cas dans les années 1940. Toute décision gouvernementale sur le gel éventuel de la hausse des loyers ou sur leur encadrement ou sur des mesures similaires peut ruiner les meilleurs raisonnements. Or, comme nous l'avons mentionné dans la deuxième partie de ce livre, l'État sera présent partout, à tous les échelons de la société et aura pour volonté de réglementer un nombre important de choses de la vie publique. Ses tentations socialisantes pourraient donc affecter le bon déroulement de la performance attendue de l'investissement immobilier. Aussi conviendra-t-il d'être prudent à ce sujet.

© Groupe Eyrolles

Conclusion générale

Les crises apparaissent de façon cyclique. Elles permettent souvent aux sociétés de se ressourcer pour aborder une nouvelle période de développement. Elles sont le résultat d'excès de confiance qui aboutissent à un ensemble de dysfonctionnements économiques et sociaux. Elles peuvent parfois remettre en cause certains fondements de la société. Les crises sont alors extrêmement menaçantes et périlleuses pour l'équilibre même de la société. Les cycles économiques et sociaux sont plus ou moins marqués. L'évitement systématique des corrections cycliques depuis plus de trente ans rend la crise actuelle particulièrement déstabilisante pour nos sociétés et nos économies, habituées aux produits dopants d'une liquidité artificielle, à la mondialisation et à un relatif bien-être jamais remis en cause. Le malaise déclenché par cette crise est donc redoutable.

Malheureusement, au-delà de la surprise, le retournement du cycle économique intervient naturellement à un moment où les pires excès ont été commis et où l'économie est particulièrement vulnérable. L'onde de choc sur le plan économique est déjà considérable et la crise a tout lieu de s'inscrire dans la durée. Il ne s'agit pas seulement d'un choc conjoncturel mais aussi et avant tout d'un choc structurel. Comme souvent, la conjonction d'un retournement cyclique majeur combine une conjoncture difficile avec des changements structurels majeurs en cours ou à venir. C'est définitivement le cas aujourd'hui où le retournement de cycle déjà amorcé coïncide avec une situation d'endettement abyssal impossible à résoudre de façon rapide et avec des

© Groupe Eyrolles

problématiques environnementales, démographiques et géopolitiques complexes et périlleuses.

La chute libre qui a suivi la faillite de Lehman Brothers a fait craindre le pire, et certains indicateurs se sont en effet dégradés plus vite encore que pendant la crise de 1929. La stabilisation qui a commencé depuis le deuxième trimestre 2009 fait espérer à certains un retour à la normale. Cela est improbable et nous risquons davantage de voir une évolution chaotique de la croissance économique, alternance de phases de croissance et de périodes récessives ; c'est-à-dire le retour d'une volatilité économique, le tout dans un contexte d'affaissement général de la croissance.

Souvent, en pareil cas, l'effondrement de la conjoncture économique déclenche une spirale de comportements de peur, de paralysie et de repli sur soi qui annonce la remise en cause et éventuellement l'abandon de dogmes établis en certitudes.

Il faut souvent écouter ses peurs, qui représentent un système d'alarme précieux face aux dangers, mais il ne faut pas s'y soumettre. Aujourd'hui, la peur ambiante pourrait être mauvaise conseillère. La peur serait alors synonyme de méfiance et de rejet envers tout ce qui peut menacer les fondements sur lesquels la société est construite. Le retour aux sources et aux valeurs originelles est une conséquence inévitable. Le risque est alors identifié et l'histoire nous procure des exemples innombrables : la société se referme sur elle-même, devient intolérante et violente, les libertés se réduisent progressivement au profit d'un nationalisme ou d'un État totalitaire avec la perspective d'un conflit armé comme issue ultime. Mais cela peut aussi être un formidable vecteur pour refonder la société et rejeter les excès de l'hyper-consommation et de tous les dérèglements profonds qui l'accompagnent. L'effet de balancier devrait jouer à plein pour corriger les excès d'hier. Ainsi, la société deviendra plus égalitaire, plus égalitariste, plus sociale et peut-être plus

© Groupe Eyrolles

socialiste, avec les dérives éventuelles que l'on sait. Les retours de balancier sont souvent difficiles à maîtriser.

Refonder la société et l'économie en responsabilisant chacun des acteurs, voilà qui pourrait offrir des perspectives heureuses et motivantes pour chacun... Cette issue est possible mais ne semble malheureusement pas la plus probable. Elle suppose, en effet, un niveau de conscience et d'engagement élevé de la part de la population qui trancherait considérablement avec son comportement habituel. Il n'y a donc pas lieu de se bercer d'illusions. La période à venir sera difficile socialement et sociologiquement.

Les bouleversements démographiques et environnementaux influenceront à leur tour l'évolution économique générale. La peur de l'avenir réduira l'initiative des entreprises privées et l'État sera de plus en plus présent. Le secteur privé investira peu et, au mieux, la croissance sera terne. De toutes les perspectives à venir, celle qui demeure la moins palpable et aux yeux de certains la plus improbable est l'inflation. Nous pensons que le climat sociologique et la dérive monétaire des banques centrales sont propices au déclenchement de la hausse des prix, et cela d'autant plus que le cycle des prix indique un biais manifeste. L'inflation n'étant pas encore là, il faudra scruter avec attention les premiers indices de tension sur les prix, prémices d'inflation à venir.

La performance des marchés financiers et de matières premières découlera naturellement de la situation de cet ensemble cohérent. Tout particulièrement, les perspectives en termes d'inflation seront déterminantes. Après avoir subi de fortes pressions déflationnistes, un certain nombre d'éléments tant fondamentaux que cycliques et sociologiques militent en faveur d'une reprise progressive de l'inflation avec des risques certainement plus forts dans les pays anglo-saxons. Ce retour de l'inflation influencera fortement la rentabilité des investissements et il

© Groupe Eyrolles

conviendra donc de sélectionner des classes d'actifs et les investissements les plus performants dans ce contexte inconnu depuis trente ans.

L'analyse technique et l'analyse des cycles permettent de confirmer un certain nombre de tendances à long terme : risque élevé sur les classes d'actifs traditionnelles (actions et obligations) et forte préférence pour les matières premières. L'attrait pour les biens tangibles sera une des clés de l'investissement de ces prochaines années.

L'investissement obligataire souffrira fortement des tensions inflationnistes à venir ainsi que de la poursuite de la dépréciation de la signature des États souverains. Les meilleurs investissements en produit de taux devraient être les obligations d'entreprises et surtout les obligations indexées sur l'inflation (OATi).

Les actions qui avaient bénéficié à outrance de la baisse des taux longs et de la chute de l'inflation depuis le début des années 1980 seront fortement pénalisées par la remontée des taux longs, l'amorce d'un cycle résolument inflationniste ainsi que la dégradation durable de l'activité économique et sociale. Par ailleurs, les primes de risque devraient continuer à être tendues. Il faudra éviter l'investissement en actions ou être particulièrement sélectif. Les valeurs défensives offrant de gros rendements, les valeurs liées aux matières premières (valeurs pétrolières et minières notamment) ainsi que les actions plus exotiques (Inde, Chine, Brésil…) devront offrir une certaine sécurité. De même, certains instruments dérivés (indices de volatilité, taux de dividende…) devraient constituer des alternatives intéressantes aux investisseurs à condition de bien choisir sa contrepartie.

L'investissement roi de ces prochaines années devrait se trouver dans les matières premières. L'or sera une formidable protection contre la dégradation de la valeur de la monnaie et, vu le peu d'attractivité des autres classes d'actifs et sa relative rareté, pour-

© Groupe Eyrolles

rait faire l'objet d'un grand enthousiasme. Les autres matières premières devraient également répondre aux mêmes critères : rareté relative et protection naturelle offerte par les biens tangibles.

L'immobilier résidentiel devrait rester à terme un investissement de qualité et, une fois passé la vague de correction baissière, l'immobilier locatif pourrait s'avérer d'autant plus rentable qu'il se fait par endettement : la valeur réelle de la dette devrait baisser grâce à l'inflation tandis que le bien immobilier devrait plus ou moins s'indexer sur l'inflation. Mais bien sûr, rares seront ceux qui oseront tenter l'aventure aujourd'hui…

Désavoué pendant la crise de 2008 pour sa faillite dans la gestion de la liquidité, l'investissement alternatif devrait souffrir durablement d'une mauvaise réputation. Beaucoup d'investisseurs s'en détourneront, alors qu'il devrait certainement être une des alternatives les plus crédibles pour mettre à profit les changements structurels qui se profilent au cours de ces prochaines années. La performance moyenne des fonds alternatifs devrait être très attractive.

D'une manière générale, plus le risque inflationniste sera fort et palpable, plus l'attitude des investisseurs sera liée à cette variable résolument destructive de valeur pour les rentiers, dont le capital se trouvera inexorablement rongé. Le premier objectif de l'investisseur devrait donc changer dans sa nature même : il n'aura plus pour objet principal de gagner de l'argent et de faire fructifier ses biens (principe poussé à l'extrême avec l'utilisation exacerbée de l'effet de levier) mais cherchera au contraire les investissements susceptibles de préserver au mieux son capital. Le premier objectif de l'investisseur sera donc de rembourser ses dettes puis d'adopter une attitude défensive dans ses critères d'investissement. Là encore, la peur l'emportera sur le désir.

Jamais je n'ai formé un vœu aussi sincère et paradoxal pour un prévisionniste : celui de me tromper.

© Groupe Eyrolles

Bibliographie

BÉCHU (Thierry), BERTRAND (Éric), NEBENZAHL (Julien), *L'Analyse technique, théories et méthodes*, 6e édition, Economica, 2008.

BERRY (Brian), *Long Waves Rhythms in Economic Development and Political Behavior,* The Johns Hopkings University Press, 1991.

FELLOUS (Jean-Louis), GAUTHIER (Catherine), *Eau, pétrole, climat : un monde en panne sèche*, Odile Jacob, 2008.

GALBRAITH (John Kenneth), *La Crise économique de 1929 – Anatomie d'une catastrophe financière*, Payot, « Petite Bibliothèque », 2008.

GIRARD (René), *Le Bouc émissaire*, Grasset, 1982.

LE BON (Gustave), *Psychologie des foules*, PUF, « Quadrige », 2003.

KENNEDY (Paul), *Naissance et déclin des grandes puissances*, Payot, « Petite Bibliothèque », 1989.

MONTIER (James), *Behavioural Investing – A Practionner's Guide to Applying Behavioural Finance*, John Wiley, 2007.

PLUMMER (Tony), *Forecasting Financial Markets – The Psychology of Successful Investing*, 5e édition, Kogan Page, 2006.

ROGERS (Jim), *Hot Commodities*, Random House, New York, 2004.

© Groupe Eyrolles

STIGLITZ (Joseph), *Quand le capitalisme perd la tête*, Fayard, 2003.

TODD (Emmanuel), *Après l'empire – Essai sur la décomposition du système américain*, Gallimard, 2004.

TODD (Emmanuel), *L'Illusion économique*, Gallimard, 1999.

© Groupe Eyrolles

Index

B

Banque centrale européenne 158, 213
bear market 185, 232, 233, 236, 240, 245, 246

C

CAC 40 247, 250, 251, 255, 260
Chine 23, 65, 92, 101, 109, 110, 112, 113, 194, 201, 206, 266
crise de 1929 43, 45, 49, 54, 119, 235, 264
cycle d'Armstrong 237
cycle de Benner 238
cycle de Kondratiev 126, 127, 144, 237

D

dette 9, 23, 26, 28, 39, 40, 41, 42, 91, 108, 111, 117, 136, 170, 211, 212, 214, 267
Dow Jones 234, 238, 244, 247

E

effet de levier 28, 32, 33, 77, 165, 234, 267
étalon-or 131, 175
États-Unis 17, 19, 20, 21, 26, 41, 51, 66, 68, 76, 79, 85, 100, 101, 102, 103, 104, 105, 106, 107, 110, 116, 118, 128, 134, 138, 139, 145, 148, 150, 199, 201, 206, 212, 215, 235

F

flat market 232, 236

H

hedge funds 28, 36, 65, 66, 77, 182

I

immobilier 25, 27, 31, 108, 116, 155, 162, 257, 259, 260, 267
Inde 82, 92, 101, 266
inflation 6, 22, 41, 84, 107, 121, 126, 127, 129, 130, 131, 132, 135, 136, 137, 141, 143, 148, 154, 156, 162, 169, 170, 171, 178, 181, 184, 187, 206, 209, 225, 232, 243, 250, 258, 265, 267

L

Lehman Brothers 34, 35, 47, 49, 119, 121, 164, 166, 264

M

Madoff, Bernard 36, 213
matières premières 93, 111, 124, 126, 142, 155, 181, 182, 183, 185, 186, 187, 190, 191, 206, 214, 221, 238, 260, 265
mortgages 25, 108

N

NYSE 229

O

Obama, Barack 60, 72, 75, 79, 102, 107
obligations d'entreprises 121, 226, 266
obligations d'État 121, 133, 169, 224

© Groupe Eyrolles

P

pétrole 54, 95, 96, 98, 111, 189, 191, 198, 200, 201
Pic de Hubbert 200
PIIGS 213, 217
protectionnisme 46, 53, 58, 60, 72, 81, 107, 139, 142, 206

R

Réserve fédérale (Fed) 9, 31, 32, 34, 107, 118, 120, 127, 131, 133, 154, 212
Russie 81, 86, 110, 111, 201, 214

S

S&P 232, 233, 241, 243, 247
schéma de Ponzi 36, 73
Schumpeter, Joseph 126
Schumpeter, Joseph Aloïs 122, 124
Stiglitz, Joseph 102, 153, 159
subprimes 9, 23, 25, 27, 28, 33, 36

U

ultralibéralisme 71, 75

V

vagues d'Elliott 178, 238, 244, 246

Z

ZIRP 119, 155, 210

© Groupe Eyrolles

Un livre d'anticipation et de prospective qui dégage les grandes lignes de notre économie pour 2010-2020

Comprendre les conséquences de la crise, apprécier les bouleversements possibles et dresser les perspectives les plus probables sur les marchés financiers, l'économie et la société : tel est le dessein de ce livre.

Parmi les bouleversements que la décennie à venir nous réserve, Thierry Béchu évoque notamment :

- une remise en cause des excès commis et un retour de balancier tout aussi excessif ;
- une croissance médiocre et un retour de l'inflation ;
- de nouvelles perspectives pour les grands marchés en particulier sur les matières premières.

L'auteur s'appuie ici sur les principales décisions prises jusqu'à présent, sur les éléments structurels qui affecteront le monde (démographie, environnement…), l'analyse des cycles historiques économiques et monétaires ainsi que sur l'analyse technique.

Un livre passionnant pour comprendre le monde qui nous entoure.

Titulaire d'un DEA de finance de l'Université d'Orléans, **Thierry Béchu** est gérant de fonds alternatifs dans un grand groupe bancaire.
Ancien président et co-fondateur de l'Association Française d'Analyse Technique (AFATE), il est le co-auteur de l'ouvrage de référence: *L'analyse technique, théories et méthodes*, publié chez Economica, et enseigne cette matière à l'Université Paris-Dauphine.

www.LogLoa.net

www.editions-organisation.com